

Multiperspektivische ökonomische Bewertung*

**Warum der Zusammenschluss der Deutschen Börse mit der London
Stock Exchange den Finanzplatz Frankfurt stärkt**

Januar 2017

* Verfasst von Prof. Dr. Dirk Schiereck, Fachgebiet Unternehmensfinanzierung, Technische Universität Darmstadt, 64289 Darmstadt, im Auftrag der Deutsche Börse AG.

Inhaltsverzeichnis

1	Einführung – Zur Bewertung von Börsenfusionen	6
1.1	Anspruchsgruppen, Bewertungskriterien und institutionelles Umfeld	6
1.2	Börsen als Netzwerkorganisationen	8
1.3	Zeitliche Einordnung	9
2	Börsenfusionen aus Eigentümer- und Kapitalmarktperspektive	13
3	Stärkung als Zentrum für Finanzmarktstabilität und Risikomanagement	15
4	Potential für Kapitalkostenreduktion und Wachstumssteigerung	18
4.1	Primärmarktaussichten für den Eigen- und Fremdkapitalbereich	18
4.2	Sekundärmarktperspektiven	22
5	Potential zur Weiterentwicklung von Terminmarktprodukten in Frankfurt	25
6	Potential zum Ausbau Frankfurts als europäisches FinTech-Zentrum	26
7	Rückblick: Argumentationslinien beim geplanten Zusammenschluss 2011	28
8	Zusammenfassung und Gesamtbeurteilung	29
	Quellen aus der Tagespresse	30
	Literaturverzeichnis	32
	Praxisorientierte Studien	34

Zusammenfassung

Die vorliegende ökonomische Bewertung zeigt auf, dass der Zusammenschluss der Deutschen Börse (DB) und der London Stock Exchange (LSE) den Finanzplatz Frankfurt stärken wird und alle wesentlichen Anspruchsgruppen der Börsen wie die Aktionäre, die Angestellten, Regulierungsinstanzen und die Kunden beider Börsen von dem Zusammenschluss profitieren werden.

Das liegt zum einen am Brexit, durch den Frankfurt zum eindeutigen europäischen Zentrum für Finanzmarktregulierung wird und durchaus zugleich zum europäischen Zentrum für supranationales Risikomanagement werden kann. Dabei trägt die DB durch das Bereitstellen einer breiten Finanzmarktinfrastuktur wesentlich zur Transparenz und damit zur Stabilität der Finanzmärkte bei – insbesondere durch das Betreiben des integrierten Clearingdienstes Eurex Clearing als zentraler Kontrahent (CCP). Je größer der Anteil der international über Eurex Clearing abgewickelten Finanztransaktionen und damit die Transparenz der Risiken für die Finanzmarktstabilität ist, desto leichter wird deren Aufsicht und Regulierung. Ohne einen Zusammenschluss droht der Europäischen Zentralbank durch den Brexit die Aufsicht über die gegenwärtig hauptsächlich in London abgewickelten zins- und währungsrelevanten Finanzgeschäfte zu entgleiten, da sie dann keinen Zugriff mehr auf den für ihre Steuerungsgrößen bedeutendsten Markt besäße. Ein Zusammenschluss von DB und LSE kann dem entgegenwirken und die jetzige Regulierungsqualität deutlich steigern.

Von Bedeutung sind darüber hinaus die stetige Digitalisierung, das Aufkommen neuer Wettbewerber im Bereich der Finanztechnologie, das aggressive Auftreten nordamerikanischer und asiatischer Wettbewerber sowie die Verschiebungen der globalen Wertschöpfungsgewichte nach Asien, welche zu einem stark veränderten Wettbewerbsumfeld führen. Im Zehnjahresvergleich hat der Finanzplatz Frankfurt eine Abwertung erfahren und fiel von Rang 6 auf 19 im Global Financial Centres Index ab. Dem dadurch drohenden Bedeutungsverlust kann mittels eines Zusammenschlusses mit einem starken Partner entgegengewirkt werden.

Besonders im Hinblick auf die durch die Digitalisierung zur Industrie 4.0 zunehmenden und riskanten Finanzierungsnotwendigkeiten der Realwirtschaft in Höhe von jährlich 40 Milliarden Euro bis 2020 ist die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts essentiell. Da die Kapitalversorgung der mittelständischen Wirtschaft europaweit als unzureichend gilt, stellt sich hier besonders die DB als natürliche Alternative für die Deckung des Finanzierungsbedarfs der Realwirtschaft dar. Um im globalen Wettbewerb bestehen zu können, erscheint ein konzertiertes Agieren von DB und LSE daher sinnvoll.

Außerdem bietet ein Zusammenschluss von DB und LSE aussichtsreiche Möglichkeiten für die bisher schwach ausgeprägten Primärmarktaktivitäten des Frankfurter Finanzplatzes. Da Banken besonders die mittelständische Wirtschaft nur noch unzureichend mit Kapital versorgen können, ist eine Unternehmensfinanzierung über den Kapitalmarkt mittels Unternehmensanleihen von Nöten. Im Gegensatz zu Frankfurt verfügt die LSE über einen großen börslichen Anleihenhandel mit zahlreichen erfahrenen Anlegern. Ein Zusammenschluss von DB und LSE würde mittelständischen Unternehmen den Londoner Markt öffnen und ihnen eine Option zur fremdkapitalbasierten Finanzierung deutscher Investitionen bieten. Längerfristig bestehen für dort erfolgreich notierte Unternehmen zudem stark verbesserte Aussichten auf eine Notierung am Finanzplatz Frankfurt.

Neben fremdkapitalbasierter Finanzierung bietet der Primärmarkt aber ebenso Möglichkeiten zur Eigenkapitalfinanzierung, im Fall der DB über das Deutsche Börse Venture Network und das neue Wachstumssegment für KMU, das besonders auf die Frühfinanzierung von Unternehmen zielt. Allerdings sind die Förderungsstrukturen hier weit weniger ausgeprägt als in der wesentlich kapitalstärkeren Frühfinanzierungsszene in London. Auch die Investorenzahl ist hier nach wie vor vergleichsweise gering, wie

auch deren Risikoaffinität. So bleibt Frankfurt, das sich zwar im nationalen und kontinentaleuropäischen Vergleich als gut positionierter Investitionsstandort für Wagniskapital und FinTechs präsentiert, in dieser Hinsicht hinter London zurück. Ein Zusammenschluss von DB und LSE ermöglicht deutschen Unternehmen, im Besonderen FinTechs, einen erleichterten Zugriff auf die Londoner Venture Capital-Industrie, welche die Anbindung an den Weltmarkt eröffnet, damit Wachstum und Innovation erleichtern und so längerfristig vermehrte FinTech-Gründungen und Börsengänge von Unternehmen in Frankfurt fördern.

Umgekehrt wird besonders nach einem Brexit für britische FinTechs der Zugang zum europäischen Binnenmarkt schwieriger und eine kontinentaleuropäische Dependence mit Sitz am Finanzplatz Frankfurt scheint nach dem Zusammenschluss von DB und LSE die natürliche Wahl. Dies wird Beschäftigungs-, Innovations- und Wachstumseffekte für Frankfurt nach sich ziehen.

Auch auf dem Sekundärmarkt können bereits gelistete Unternehmen und Wertpapierdienstleister von einem Zusammenschluss von DB und LSE profitieren. Die Stärkung der Liquidität des Sekundärmarktes in Frankfurt und London führt zu reduzierten Risiko- und Eigenkapitalkosten für Unternehmen. Dies scheint für beide Finanzplätze besonders geboten, um angesichts global dominierender Börsen in Nordamerika und Asien bestehen zu können. Die Fusionen der Börsenplätze in Amsterdam, Lissabon und Paris zur Euronext können hierbei als Vorbild dienen, führten diese doch zu erheblichen Liquiditätssteigerungen, Kosteneinsparungen und Effizienzsteigerungen, die in Form niedrigerer Gebühren an Kunden weitergereicht wurden.

Da Frankfurt bereits als Zentrum des Terminhandels gilt, bietet ein Zusammenschluss von DB und LSE auch in dieser Hinsicht Vorteile. Zwar findet an der LSE kaum börslicher Terminhandel statt, doch es existiert ein großer außerbörslicher Markt für Zins- und Währungsderivate. Ein Zusammenschluss von DB und LSE kann hier strukturverändernde Wirkung entfalten, wenn sich gegenwärtig als außerbörslich gehandelte Kontrakte bei ausreichender Marktliquidität zu börsengehandelten Derivaten weiterentwickeln lassen und dadurch eine Verschiebung hin zum regulierten Börsenhandel erfolgt.

Durch den Zusammenschluss von DB und LSE entsteht eine Vielzahl an Potentialen und positiven Netzwerkeffekten für den Finanzplatz Frankfurt. Ohne einen Zusammenschluss von DB und LSE werden der deutsche Börsenplatzbetreiber und seine Anspruchsgruppen und damit der Finanzplatz Frankfurt mittelfristig erheblich an Bedeutung verlieren.

Vorbemerkungen

Der angekündigte Zusammenschluss der Deutschen Börse und der London Stock Exchange hat bereits kurz nach der Veröffentlichung der Fusionsabsichten insbesondere in Frankfurt ein zwiespältiges Echo hervorgerufen. So äußerten sich bspw. Mitglieder des Hessischen Landtags einerseits überzeugt von der betriebswirtschaftlichen Logik des geplanten Zusammenschlusses, befürchten aber andererseits Nachteile für den Standort Frankfurt/Eschborn, wenn der Hauptsitz der angedachten Holding in London wäre (o. V. 2016f).

Die Groblinien der öffentlichen Argumentation zur betriebswirtschaftlichen Logik sind stets recht ähnlich angelegt. Haupttreiber der Börsenkonsolidierung ist in erster Linie der hohe Wettbewerbsdruck zwischen den Börsenbetreibern vor dem Hintergrund sich verändernder Rahmenbedingungen. Börsen weltweit stehen im Wettbewerb um Wertpapiertransaktionen von vor allem institutionellen Investoren. Neben formalen Kriterien wie Schnelligkeit, Zuverlässigkeit und Ausfallsicherheit ist für institutionelle Investoren angesichts hoher Ordervolumina vor allem das Kriterium der Liquidität entscheidend. Im Wettbewerb um die Gunst dieses global fließenden Kapitalstroms sind Börsen bemüht, ihr Handelsvolumen und damit Liquidität und Abwicklungsqualität stets auszubauen. Dabei stellen Fusionen zwischen Börsenbetreibern ein Instrument dar, um die Wettbewerbsfähigkeit zu steigern, Skalenerträge zu erreichen und Kosteneinsparungen durch Synergien zu schaffen.

Der Verfasser der vorliegenden Studie verfolgt zwei Zielrichtungen. Zum einen erscheint die vorrangig auf die Belange institutioneller Investoren ausgelegte Argumentation zwar nachvollziehbar aber doch recht eindimensional, adressiert sie doch nur eine Anspruchsgruppe für die beteiligten Börsenplatzbetreiber und dies standortübergreifend. Zum anderen soll sich die Analyse hier auf die spezifischen Vorteile richten, die gerade deutsche Anspruchsgruppen durch den Zusammenschluss erfahren können und die damit auch dem Standort Frankfurt zugutekommen. Bildlich ausgedrückt ließen sich diese Herausforderungen damit umschreiben, dass zunächst geschaut wird, wie groß der Kuchen durch die Fusion werden kann, um dann zu fragen, wie groß der Anteil Frankfurts am Gesamtkuchen ist und ob nach der Fusion mehr Kuchen auf dem Teller liegt als vorher. Diese gesamthafte Bewertung des Kuchens vorher und nachher lässt sich in einer Verteilungsanalyse dahingehend erweitern, dass zusätzlich ermittelt wird, wer wie viel vom größeren Kuchen bekommt und ob für einzelne Gruppen am Ende möglicherweise weniger auf dem Teller bleibt und wie diese für diesen Verlust entschädigt werden können.

Diese letzte Betrachtung wird hier aber nicht weiter verfolgt. Nachfolgend wird der Fokus nur auf die Vorteilhaftigkeit des Zusammenschlusses für den Standort Deutschland und Frankfurt auf der Basis einer breiten Definition der betroffenen Anspruchsgruppen gerichtet. Ist die Fusion für die Mehrzahl der Anspruchsgruppen sehr positiv, sind nachgelagerte Verteilungsfragen immer lösbar.

Verwendete Unterlagen und Daten

Folgende Unterlagen wurden verwendet:

- 1) Fachliteratur, wie sie im Literaturverzeichnis angegeben wird.
- 2) Studien verschiedener Beratungsgesellschaften, wie sie in einem eigenen Verzeichnis aufgeführt sind.
- 3) Quellen aus der Tagespresse, wie sie im entsprechenden Verzeichnis aufgelistet sind.
- 4) Informationen aus Experteninterviews, die unter Wahrung der Anonymität geführt wurden.

1 Einführung – Zur Bewertung von Börsenfusionen

Die Frage, in welcher Form der Zusammenschluss von Deutscher Börse und London Stock Exchange den Finanzplatz Frankfurt stärkt, ist allein schon deshalb überaus komplex und zumindest in Teilen nur subjektiv zu erfassen, weil es kein eindeutiges Verständnis davon gibt, wer alles zu diesem Finanzplatz zu zählen ist. Noch viel schwieriger wäre es, zu einer Nettobewertung dieser Frage zu kommen, weil dazu eine Gewichtung verschiedener Gruppen von Finanzmarktteilnehmern vorzunehmen wäre, was hier unterbleibt. Generell gilt es zu beachten, dass Maßnahmen und Ereignisse, die eine Gruppe am Finanzmarkt stärken, eine andere relevante Gruppe schwächen können. Gerade in der Bewertung der hier vorliegenden Transaktion kann dies wiederholt nicht ausgeschlossen werden. Deshalb gilt es nachfolgend zunächst zu klären,

- a. aus der Perspektive welcher Anspruchsgruppen
- b. anhand welcher Kriterien und
- c. in welchem spezifischen institutionellen Umfeld

der angekündigte Zusammenschluss von Deutscher Börse und London Stock Exchange zu evaluieren ist.

Aber nicht nur die Abgrenzung der zu einem Finanzplatz zugehörigen Gruppen erscheint in Teilen subjektiv, auch die Frage, wann denn eine Stärkung des Finanzplatzes vorliegt, ist keinesfalls immer eindeutig zu beantworten, erfordert die Antwort doch eine Referenz. Vordergründig erscheint hier der Status quo eine sinnvolle Vergleichsgröße zu sein. Aber diese Betrachtung verkennt, dass das Umfeld und die globale Wettbewerbsposition des Finanzplatzes Frankfurt sehr dynamisch sind, eine Stabilisierung des Status quo somit einen relativen Bedeutungsverlust ergeben kann. Selbst eine Verschlechterung der Position aller relevanten Finanzplatzgruppen in Frankfurt infolge des Zusammenschlusses mit der London Stock Exchange kann also immer noch eine überlegene Position im Vergleich zu einer Weiterführung der gegenwärtigen Marktstellung bedeuten.

Da eine solche relative Betrachtung eine zumindest in Teilen spekulative Vorausschau mit sich bringt, wird an dieser Stelle auf eine entsprechende Benchmark verzichtet, allerdings nur mit dem expliziten Hinweis, dass eine erfolgreiche Beibehaltung der gegenwärtigen Wettbewerbspositionierung ohne größeren eigenen Konsolidierungsschritt für die Deutsche Börse als höchst unwahrscheinlich angesehen wird, der Finanzplatz Frankfurt deshalb ohne einen Zusammenschluss mit einem sehr großen internationalen Börsenpartner auf jeden Fall verliert.

Nachfolgend sollen nun Bereiche identifiziert werden, in denen wesentliche Finanzplatzteilnehmer in Frankfurt durch den Zusammenschluss mit der London Stock Exchange gegenüber dem Status heute eine Verbesserung erfahren (können und werden). Ausgangspunkt dazu werden mehrheitlich Eindrücke und Bewertungen führender deutscher Politiker und Finanzplatzakteure aus der jüngsten Vergangenheit sein, in denen Defizite und Schwächen der gegenwärtigen Finanzplatzstruktur angezeigt werden, die in der Folge des Zusammenschlusses abgemildert oder gänzlich beseitigt werden können.

1.1 Anspruchsgruppen, Bewertungskriterien und institutionelles Umfeld

Die Bewertung eines Zusammenschlusses von Finanzmarktinфраstruktur- und Börsenbetreibern wird sich auch bei einer rein ökonomischen Betrachtung nicht auf die Auswirkungen auf die Aktionäre und Eigentümer der betroffenen Börsen beschränken können. Als eng regulierte und staatlich überwachte

Finanzinstitution mit natürlichen Konzentrationstendenzen muss bei einer Börse jede Instanz zur Wettbewerbsüberwachung die Interessen weiterer Anspruchsgruppen (Stakeholder) in die Bewertung mit einbeziehen. Offensichtlich können und werden bei einer solchen umfassenden Bewertung – wie oben erwähnt – absehbare Konsequenzen deutlich, bei denen einige Parteien stärker profitieren als andere und unter Umständen einzelne Stakeholder auch absolut verlieren. Allein die Möglichkeit absoluter Verluste einzelner Gruppen kann aber kein Grund sein, einen Zusammenschluss abzulehnen, sondern nur ein Argument zur besonders sorgfältigen und kritischen Abwägung der Vorteile für andere Anspruchsgruppen. Im Rahmen der nachfolgenden Untersuchung wird auf diese Abwägung großen Wert gelegt.

Für die Frage nach der Abgrenzung der zu berücksichtigenden Anspruchsgruppen werden hier die wesentlichen Funktionen von Finanzmärkten herangezogen, wie sie als lehrbuchmäßiger Standard in der Finanzierungslehre bspw. von Spremann und Gantenbein (2005) erläutert werden. Diese drei Grundfunktionen sind:

1. Finanzmärkte sollen die Liquidität im Sekundärhandel erhöhen, also die Möglichkeit, Wertpapiere jederzeit in kleinen und großen Mengen ohne Auf- bzw. Abschlag kaufen und verkaufen zu können. Je liquider der Handel in einem Finanztitel gestaltet werden kann, desto geringer ist das Risiko für einen Händler oder Anleger, länger als gewünscht in einem Wertpapier investiert bleiben zu müssen. Für illiquide Titel erwarten Anleger eine Risikokompensation. Liquidität senkt somit die geforderte Rendite eines Kapitalgebers und reduziert damit spiegelbildlich die Kapitalkosten eines finanzierungssuchenden Unternehmens.
2. Liquidität bedeutet auch geringere Transaktionskosten und damit eine verbesserte Möglichkeit, Wertpapierbestände an optimale Portfoliostrukturen anzupassen. Als Konsequenz ergibt sich daraus eine verbesserte Risikoallokation an Finanzmärkten.
3. Die dritte wesentliche Leistung von Finanzmärkten besteht in der Informationsverarbeitung. Je mehr Marktteilnehmer an einer Börse zusammenkommen und je schneller sie über ein Handelssystem auf Neuigkeiten reagieren können, desto aussagekräftiger sind die an Börsen festgestellten Preise und die darin zum Ausdruck gebrachten aggregierten Knappheitssignale für Finanztitel.

Diese drei Funktionen von Finanzmärkten und Börsen adressieren unmittelbar die Belange der beiden bedeutendsten Anspruchsgruppen der Börsen, nämlich Anleger und (potentielle) Emittenten. Beide sind als Kunden der Börse zu betrachten. Je besser eine Börse funktioniert, um so reibungsloser und schneller können Kapitalangebot und Kapitalnachfrager zueinander kommen und so positive realwirtschaftliche Effekte bspw. in Form gesteigerter Investitionsvolumina erzeugen. Diese Effekte gehören zu den zentralen Größen der Wirtschaftspolitik, so dass hier ein weiterer Stakeholder sichtbar wird. Aufgrund der finanzwirtschaftlichen Intermediärfunktion der Börsen zählt auch die Regulierungsinstanz zu den wesentlichen Anspruchsgruppen, und bei Finanzmärkten natürlich auch die deutsche und europäische Zentralbank.

Als weitere Anspruchsgruppen sind neben den Eigentümern/Aktionären die Mitarbeiter der Börsenplatzbetreiber sowie die vielen Wertpapierhandelsdienstleister und weiteren Beratungsunternehmen, Banken und Dienstleister zu erwähnen, die ihre Geschäftsmodelle um die Börse herum angesiedelt haben und im Gegensatz zu Emittenten und Anlegern recht immobil sind. Die Auswirkungen der Fusion auf alle diese Gruppen im Detail zu bewerten, ist einerseits sehr schwierig, würde andererseits aber auch nicht zielführend sein, wenn es zunächst einmal nur darum geht zu zeigen, welche größeren po-

sitiven Effekte durch den Zusammenschluss von Deutscher Börse und London Stock Exchange geschaffen werden. Nichtsdestotrotz wird versucht, zumindest jeweils mögliche Beeinträchtigungen einzelner Gruppen bei positiven Gesamtwirkungen nicht unerwähnt zu lassen.

1.2 Börsen als Netzwerkorganisationen

Analog zu Branchen wie der Telekommunikations-, Luftfahrt- und Softwareindustrie weist der Markt für Börsenleistungen das Merkmal einer Netzwerkindustrie auf, nämlich das Vorliegen von positiven Externalitäten, dem sogenannten Netzwerkeffekt. Dieser besagt, dass der Nutzen eines Netzwerkes oder genauer der Wert einer durch das Netzwerk zur Verfügung gestellten Leistung mit der Zahl der Nutzer bzw. Konsumenten wächst (Economides 1996).

Dabei lassen sich der direkte und indirekte Netzwerkeffekt unterscheiden. Beim direkten Netzwerkeffekt entsteht eine Wertsteigerung unmittelbar durch eine Zunahme der Nutzerzahl, da ein zusätzlicher Teilnehmer eine weitere Verbindungsmöglichkeit für die bisherigen Nutzer darstellt und somit die Netzleistung für alle Teilnehmer erhöht. Der indirekte Netzwerkeffekt entsteht, wenn der Nutzen eines Netzwerkes mit der Anzahl der Nutzer zwar steigt, aber diese Wertsteigerung nicht unmittelbar durch das Vorhandensein zusätzlicher Verbindungsmöglichkeiten zwischen den Nutzern zu erklären ist, sondern im Zusammenhang mit Komplementärgütern bzw. -leistungen auftritt. In diesem Fall hat eine steigende Nutzerzahl Einfluss auf das Angebot von Komplementärleistungen, die letztlich die Wertsteigerung konstituieren.

Beim internationalen Markt für Börsendienstleistungen im weiteren Sinne tritt der Netzwerkeffekt in beiden Ausprägungen auf. Zum einen hängt die Attraktivität einer Börse unmittelbar von der Anzahl ihrer Nutzer bzw. Konsumenten ab. Im Kontext der Börse sind Nutzer die Investoren, die Intermediäre und die notierten Unternehmen. Insbesondere Investoren profitieren von einer großen Anzahl an agierenden Akteuren, die jederzeitiges Handeln erleichtern und so Liquidität generieren. Je mehr Liquidität im Markt vorhanden ist, desto niedriger fallen die Transaktionskosten aus. „Liquidity plays a pivotal role in financial exchange markets where order flow attracts order flow,” (Hasan, Hasenpusch und Schmiedel 2007, S. 29).

Der indirekte Netzwerkeffekt wird im Börsenmarkt erreicht, wenn eine Börse nicht nur den reinen Handelsplatz stellt, sondern darüber hinaus vertikale Dienstleistungen anbietet, die gemeinhin mit dem Clearing und Settlement assoziiert werden. Konkret umfasst dies z.B. auch die Services eines Wertpapierhandelsdienstleisters oder das Zusammenführen von Orders. Der Nutzen entsteht hier vor allem auf Seiten des Börsenbetreibers, da er durch eine höhere Anzahl teilnehmender Nutzer Skaleneffekte bzw. niedrigere Grenzkosten erzielen kann. Unter der Annahme, dass Börsenbetreiber aufgrund des Vorliegens des direkten Netzwerkeffekts um die möglichen Vorteile weitergereicher Kosteneinsparungen wissen, geht vom indirekten Netzwerkeffekt auch Nutzen an alle übrigen Akteure aus.

Sowohl direkter als auch indirekter Netzwerkeffekt bedingen eine gegenüber anderen Branchen zusätzliche Wettbewerbsintensität. Vor allem im Wettbewerb um global tätige Investoren sind Börsen gewillt, mögliche Spielräume zur Kostenreduktion weiterzureichen. Zusätzlich gehen auf Basis des direkten Netzwerkeffekts Vorteile aus der Größe eines Handelsplatzes hervor, so dass Börsenbetreiber einen unmittelbaren Anreiz haben, durch Übernahmen und Fusionen ihre Umsatzbasis überproportional zu erhöhen. Die Netzwerkeffekte bedingen aber auch eine im Vergleich zu anderen Branchen breitere Einbeziehung von Anspruchsgruppen, wenn es um die Bewertung von Fusionen geht.

Eine erste Idee von den erwarteten Netzwerkeffekten zeigt sich bereits beim Blick auf die angestrebten Synergiepotentiale. Aus den Fusionsdokumenten geht hervor, dass mit dem Zusammenschluss von Deutscher Börse und London Stock Exchange jährliche Kostensynergien im Umfang von 450 Mio. Euro ab dem dritten Jahr nach Vollzug des Zusammenschlusses angestrebt werden und weitere 250 Mio. Euro an Erlössynergien nach fünf Jahren, davon 160 Mio. Euro ab dem dritten Jahr. Dafür sollen etwa 700 Arbeitsplätze wegfallen (o. V. 2016m). Bei einer überschlagsartigen Rechnung ergeben diese Zahlen ein Verhältnis von etwa 10 Mio. Euro Barwert an Synergien pro wegfallendem Arbeitsplatz, während der Gegenwartswert aller eingesparten Gehaltszahlungen kaum mehr als ein Zehntel davon ausmachen dürfte. Die hier analysierte Fusion wird im Gegensatz zu vielen anderen in anderen Wirtschaftszweigen also nicht in erster Linie ein Gewinn für die Aktionäre, der weitestgehend von freigesetzten Mitarbeitern getragen wird.¹ Vielmehr gilt es nachfolgend abzuschätzen, wo positive Netzwerkeffekte zum Tragen kommen, die den erwarteten Erfolg des Zusammenschlusses plausibilisieren, und zu welchen Teilen diese Netzwerkeffekte für Anspruchsgruppen der Deutschen Börse positive Wirkung zeigen.

1.3 Zeitliche Einordnung

Die Fortschritte im Bereich der Digitalisierung, das Aufkommen neuer innovativer Wettbewerber in der Finanzindustrie (FinTechs) und die Verschiebungen der globalen Wertschöpfungsgewichte nach Asien sollten als breit akzeptierte Indikatoren ausreichen, um zu erkennen, dass ein geplanter Zusammenschluss im Börsensektor, der vor zehn Jahren aus guten Gründen abgelehnt wurde, heute einer völlig neuen Betrachtung und dann auch gegebenenfalls anderen Bewertung bedarf. Die Veränderung des Wettbewerbsumfelds für europäische Börsenbetreiber und die gegenwärtige Struktur des globalen Börsenwettbewerbs soll deshalb kurz skizziert werden, bevor dann die Einschätzungen wesentlicher europäischer Börsenbetreiber dagegen zu spiegeln sind.

Akzeptiert man, dass – wie in Abschnitt 1.1 ausgeführt – eine Bewertung des Zusammenschlusses von Deutscher Börse und London Stock Exchange nur aus Aktionärssicht zu eindimensional ist und deshalb einer breiteren Betrachtung unter Einbeziehung aller wesentlichen Anspruchsgruppen bedarf, dann soll im Sinne der Perspektivenkonsistenz diese breit angelegte Bewertung auch nachfolgend beibehalten werden. Dementsprechend verbietet sich – unabhängig vom Ergebnis – eine Bewertung der Finanzzentren ausschließlich über die Marktkapitalisierung der Börsenplatzbetreiber. Dieser Fokus wird allerdings auch in der gegenwärtigen Diskussion nahezu ausschließlich bei der Debatte über den zukünftigen Hauptsitz der gemeinsamen Börsenholding eingenommen, die hier nicht vertieft wird.² Mit dieser Ausblendung folgt der Verfasser dem Bundesfinanzminister, Wolfgang Schäuble, der eine Einflussnahme auf die Wahl des Unternehmenssitzes für sich klar ablehnt: *„Die Unternehmen entscheiden und haben auch die Verantwortung für die Fusion zu übernehmen“* (o. V. 2016w).

Nach Zahlen der Helaba, die ihre Kriterien zur Größe von Finanzplätzen eher eng auslegt, ist London mit Blick auf Daten für die insgesamt am Platz agierenden Banken, der Zahl der ansässigen Auslandsbanken, der Zahl der Bankbeschäftigten und auch der Wertschöpfung pro Beschäftigten etwa 25% bis

1 Auch beim Zusammenschluss zur Euronext in den Jahren 2000 bis 2003 haben Kosteneinsparungen im IT-Bereich die Einsparpotentiale im Personalbereich überstiegen. Vgl. Pagano und Padilla (2005).

2 Nur der Vollständigkeit halber sei darauf verwiesen, dass die Marktkapitalisierung der Deutschen Börse AG Ende 2015 bei fast 16 Mrd. Euro und so klar über der der London Stock Exchange mit ca. 13 Mrd. Euro lag (o. V. 2016t).

75% größer als Frankfurt (o. V. 2016r). Gegenüber Paris ist der Finanzplatz Frankfurt dagegen inzwischen eindeutig bedeutsamer und damit das wichtigste Finanzzentrum auf dem europäischen Kontinent. Im Zehnjahresvergleich zum Jahr 2006 hat Frankfurt nur in einem Kriterium eine Abwertung erfahren: Börsen (o. V. 2016s). Auch in einer weiteren Einstufung hat sich die Position Frankfurts verschlechtert. In dem halbjährlich von der Z/Yen Group im Auftrag der Qatar Financial Centre Authority erstellten Global Financial Centres Index (GFCI), der über 100 Kriterien berücksichtigt und auf etwa 29.000 Expertenfragebögen basiert, nimmt London aktuell und auch in 16 der letzten 20 Erhebungen den ersten Platz ein, gefolgt von New York. Frankfurt, das 2007 und 2008 noch den 6. Platz innehatte, ist inzwischen auf den 19. Platz abgerutscht, deutlich hinter u. a. Singapur, Hongkong, Tokyo, Zürich, Boston, Toronto, Seoul und Luxemburg und.

Gerade einem in diesen Studien zum Ausdruck gebrachten drohenden Bedeutungsverlust des Finanzplatzes Frankfurt kann nach vorherrschender wissenschaftlicher Meinung durch einen Zusammenschluss mit einem stärkeren Wettbewerber entgegengewirkt werden. Hasan, Hasenpusch und Schmiedel (2007, S. 38) merken hierzu an: *„M&A among exchanges not only become popular and beneficial among issuers, as an alternative to multiple listings across markets, but are equally important to exchanges, allowing them to avoid direct competition from stronger markets and the fragmentation of liquidity.“*

Wenn Frankfurt durch den Zusammenschluss als Finanzzentrum absehbar profitieren wird, ist zu erwarten, dass sich insbesondere der bedeutendste kontinentaleuropäische Wettbewerber Paris mit dem Börsenplatzbetreiber Euronext kritisch äußert und gleichzeitig versuchen wird, die Strategie seiner Wettbewerber zu kopieren. Entsprechend dieser Überlegungen und als weiteren Indikator einer inhärenten Logik zur Größe sind die Aussagen im neuen Strategieplan von Euronext zu werten, bei dessen Vorstellung in der Pressemitteilung betont wurde: *„In einem sich verändernden Börsenumfeld wird Euronext jede potentielle Möglichkeit, die zu einer transformierenden Transaktion führt und Wert für Kunden sowie Aktionäre schafft, sorgfältig prüfen.“* Zur Umsetzung des Strategieplans wurde ein Budget von bis zu 150 Mio. Euro für Akquisitionen und Neuentwicklungen bereitgestellt (o. V. 2016a). Zugleich wird versucht, über die EU-Kommission mit Verweis auf eine potentiell dominante Marktposition der Fusionspartner Druck aufzubauen (o. V. 2016n; o. V. 2016x), was allein schon aus dem sich abzeichnenden Zuwachs an Netzwerkeffekten nachvollziehbar erscheint.

Neben einem veränderten Wettbewerbsumfeld kommen noch zwei weitere wichtige, im Zeitablauf sich wandelnde Aspekte hinzu, die zur Bewertung der Fusion zu beachten sind: die ungleich größer gewordenen und riskanten Finanzierungsnotwendigkeiten der deutschen Realwirtschaft unter dem Schlagwort Industrie 4.0 und der Brexit. Zum ersten Aspekt erläutert Paul (2015) sehr überzeugend den Trend weg von der traditionellen Unternehmensfinanzierung hin zu einer stärkeren Kapitalaufnahme in Formen, die der Projektfinanzierung sehr nahe sind. Offen bleibt dabei die Frage, welche Kapitalgeber und Finanzierungsformen für diese Charakteristika geeignet erscheinen.

Eine aktuelle Studie des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie (BMWi) (o. J.) lässt allerdings die Eignung einer Finanzierung über Bankkredite kritisch erscheinen, wenn betont wird, dass insbesondere die Frage nach der Wirtschaftlichkeit der zu tätigenen Investitionen sich als die größte Blockade herauskristallisiert. Und weiter wird ausgeführt, dass aus den sehr wenigen Studien, die nicht nur das wirtschaftliche Wachstumspotenzial sondern auch die dafür notwendigen Investitionskosten untersuchen, deutlich wird, dass nach Einschätzung der meisten deutschen Unternehmen derzeit die Investitionskosten mittelfristig weitaus höher ausfallen als das erwartete Umsatzwachstum, was eine reine Innenfinanzierung aus dem operativen Cash-Flow schwierig oder gar unmöglich macht. Ohne

risikobereite Finanzierer lässt das meist negativ bewertete Verhältnis zwischen dem hohen prognostizierten Investitionsbedarf und dem daraus resultierenden Umsatzwachstum viele Unternehmen, insbesondere im KMU-Bereich, zögern. Nach der aktuellen Umfrage des BMWi werden die erwarteten Erträge jedoch nach ca. sechs Jahren die Kosten übersteigen, so dass das Ministerium zu dem Schluss kommt, dass in naher Zukunft von verstärkten Investitionen in Industrie 4.0 ausgegangen werden kann.

Während die positiven realwirtschaftlichen Effekte aus einer Digitalisierung der deutschen Realwirtschaft u.a. auch durch eine aktuelle Studie von McKinsey & Company (2015) unterstützt werden, bleibt mit der Erwartung ausreichender Investitionen zur Umsetzung der Transformation deren Finanzierung leider offen. PwC (2014) schätzt die notwendigen Investitionsvolumina für die gesamte deutsche Industrie auf jährlich 40 Mrd. Euro bis 2020. Allein für die Realisierung der unter dem Schlagwort ‚Industrie 4.0‘ als notwendig erachteten Investitionen für die digitale Weiterentwicklung werden also in den nächsten Jahren ca. 200 Mrd. Euro benötigt und das vor dem Hintergrund, dass selbst das BMWi von der Wirtschaftlichkeit solcher Investitionen im Einzelfall nicht überzeugt ist. Wenn die Banken bei den gegebenen Risikoprofilen als Kreditgeber hier nur sehr begrenzt Kapital bereitstellen können und Fremdkapital hier auch nicht die überlegene Finanzierungsform darstellt, die bisherigen Eigentümer wahrscheinlich nicht die Ressourcen haben, um im gebotenen Umfang die Kapitalbasis ihrer Unternehmen zu stärken, sind also neue Kapitalgeber notwendig. Bei (auch politisch motivierten) Vorbehalten gegenüber neuen ausländischen Großaktionären bspw. aus China – wie im Sommer 2016 im Falle der Kuka AG diskutiert – bleibt die Börse als natürliche Alternative. Inwieweit man aber in den deutschen Kapitalmarkt vor dem Hintergrund seiner historischen Entwicklung und seines gegenwärtigen Zustands entsprechende Hoffnungen setzen sollte, wird in Kapitel 4 näher diskutiert.

Zunächst darf aber bereits festgehalten werden, dass sich die globale Wettbewerbssituation der Deutschen Börse in den letzten fünf Jahren auch durch die aggressiv auftretenden Wettbewerber ICE und Shanghai verschlechtert hat und die Notwendigkeit eines funktionierenden Kapitalmarktes durch die Digitalisierung zur Industrie 4.0 parallel stark gestiegen ist. Diese beiden Aspekte sind als neue zeitgemäße Einordnung des Zusammenschlusses von Deutscher Börse und London Stock Exchange auch bei der Bewertung durch die EU-Kommission zu berücksichtigen. Hinzu kommt jetzt kurzfristig noch die Entscheidung Großbritanniens, die EU verlassen zu wollen.

Während die Konsequenzen der Brexit-Entscheidung für die zukünftige Bedeutung des Finanzzentrums Frankfurt von zahlreichen Beobachtern und der Finanzplatzinitiative Frankfurt Main Finance grundsätzlich positiv gesehen werden, finden sich auch prominente relativierende Stimmen. So betont die Helaba, dass London auch nach dem Brexit das bedeutendste Finanzzentrum Europas bleiben wird, und sieht sogar eine wenn auch geringe Wahrscheinlichkeit, dass bei geschickter britischer Verhandlungsführung die Rolle Londons sich sogar verbessert, wenn die Möglichkeit einer Regulierungsarbitrage mit freiem Zugang zu den kontinentaleuropäischen Finanzmärkten erreicht wird. Und auch der Geschäftsführende Vorstand des Deutschen Aktieninstituts Christine Bortenlänger mahnt, dass es große Anstrengungen für Frankfurt bedarf, um vom Brexit zu profitieren, weil die Rahmenbedingungen hier verkrustet und zu bürokratisch sind und die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Kapitalmärkte zu schwach ist (o. V. 2016r).

Die Deutsche Börse hat sich unmittelbar nach dem Brexit-Referendum klar positioniert. Direkt nach der Brexit-Entscheidung betonte der Aufsichtsratsvorsitzende der Deutschen Börse: *‚Wir sind davon überzeugt, dass der beabsichtigte Zusammenschluss von Deutscher Börse und London Stock Exchange durch das Abstimmungsergebnis eine noch höhere Bedeutung für unsere Kunden bekommen hat und sowohl für unsere Aktionäre als auch für weitere Stakeholder Vorteile bringen wird‘* (o. V. 2016q).

Damit zeichnet sich ein Bild ab, nach dem der Finanzplatz Frankfurt unabhängig von dem Zusammenschluss der Börsenbetreiber von dem Brexit profitieren kann, wenn kurzfristig bestehende größere Schwächen (auf die insbesondere in Kapitel 4 eingegangen wird) in der Kapitalmarktstruktur beseitigt werden und die Verhandlungen mit der EU-Kommission die Möglichkeiten zur Regulierungsarbitrage ausschließen. Wer Zweifel hegt, dass jahrzehntelange Schwächen des deutschen Kapitalmarktes nun kurzfristig in einer konzertierten Aktion der Politik und lokaler Finanzmarktakteure verschwinden und die EU-Kommission für eine zügige einvernehmliche Umsetzung der Trennung von EU und Großbritannien keine Zugeständnisse machen wird, könnte jetzt in Sorge geraten. Insbesondere der mögliche Verlust eines regulatorischen Zugriffs auf das auch zukünftig führende europäische Finanzzentrum London kann bei der Bewertung des Zusammenschlusses von Deutscher Börse und London Stock Exchange nicht unbeachtet bleiben.

Und schließlich kann – jenseits tagespolitischer Aktualitäten – eine weitere sehr bedeutsame regulatorische Änderung seit den letzten großen Fusionsbestrebungen für die Evaluation von Zusammenschlüssen unter Börsenbetreibern nicht unerwähnt bleiben, die Anpassung der EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II) und die Einführung einer begleitenden Verordnung (MiFIR) im Jahr 2014 (Gomber und Nassauer, 2015). Börsen konkurrieren nun noch mehr nicht nur mit neuen Handelsplattformen, sondern auch mit unreguliertem OTC-Handel (Gomber, Sagade, Theissen, Weber und Westheide, 2015).

Es sei an dieser Stelle ausdrücklich darauf hingewiesen, dass die hier vorgenommene Bewertung die gestellten Fragen ausschließlich aus ökonomischer Perspektive beantworten möchte, d.h. keinerlei rechtliche Würdigungen vornehmen kann und will.

2 Börsenfusionen aus Eigentümer- und Kapitalmarktperspektive

Seit Mitte der 1990er Jahre haben sich die Börsenplatzbetreiber weltweit organisational gewandelt. Von ehemals gemeinwirtschaftlich orientierten Gesellschaften mit öffentlich-rechtlicher Organisationsstruktur wurden sie zu gewinnorientierten Unternehmen mit privaten Anteilseignern transformiert. Damit einher ging regelmäßig – zumindest implizit – die Akzeptanz, dass die neuen privaten Eigentümer einem anderen Zielsystem folgen würden als die bisherigen. Diese Akzeptanz fiel auch nicht schwer angesichts der Einsicht, dass sich die alten Strukturen effizienzseitig überlebt hatten und Innovationen mit Großinvestitionen in die Automatisierung von Handel und Abwicklung sowie in die Weiterentwicklung des Datenmanagements notwendig, aber auch teuer und riskant waren. Im Zuge der mit dem Begriff ‚Demutualisierung‘ bezeichneten Entwicklung gingen die Börsen bzw. die Börsenbetreiber oftmals selbst an die Börse und nutzten die beim Börsengang aufgenommenen Mittel für die Großinvestitionen aber auch zur Expansion, um bei den IT-Investitionen Größenvorteile zu generieren und die Liquidität ihrer Handelsplattformen zu verbessern (Serifsoy und Tyrell 2006). Damit sehen sich ehemals auf nationale Grenzen beschränkte Börsen einer zunehmenden Wettbewerbsintensität ausgesetzt, die sich insbesondere im Werben um die Wertpapierorders global tätiger institutioneller Investoren ausdrückt. Das mit dem elektronischen Handel verbundene Aufkommen von alternativen Handelsplattformen verschärfte den Druck auf etablierte Börsenplatzbetreiber zusätzlich.

Als Reaktion auf die technologischen Herausforderungen und die höhere Wettbewerbsintensität ist es innerhalb des letzten Jahrzehnts zu einer Reihe von Fusionen und Übernahmen gekommen, die die Börsenlandschaft stark verändert haben. Während Kapitalmarktteilnehmer für viele Branchen eher kritisch gegenüber Konsolidierungen und Unternehmensübernahmen eingestellt sind,³ wird der allgemeine Trend zur Konsolidierung im Markt für Börsenplatzbetreiber von vielen Marktteilnehmern ganz überwiegend positiv auch mit Blick auf die Kunden der Börsen bewertet. Angesichts der oben erläuterten komplexen Struktur von Anspruchsgruppen und den erheblichen Möglichkeiten der politischen Einflussnahme ist es aber nicht von vornherein klar, inwieweit die Integrationsaktivitäten zwischen einzelnen Börsen auch Wert für die Aktionäre der direkten Transaktionspartner aber auch die Wettbewerber der sich zusammenschließenden Börsen und damit die gesamte Finanzindustrie schaffen. Auf diese Fragestellung soll im Weiteren näher eingegangen werden, denn die Kapitalmarktreaktionen auf die Ankündigung von Unternehmenszusammenschlüssen im Börsenbereich gelten als unmittelbar beobachtbare, unverzerrte Abbilder der Eigentümerbewertung.

Schiereck, Meinshausen und Karkew (2012) führen eine Ereignisstudie durch, um zunächst für 27 Bieterunternehmen bei internationalen Börsenzusammenschlüssen die entstehenden Werteffekte für die Aktionäre des unmittelbar beteiligten Unternehmens zu untersuchen. Im zweiten Schritt werden dann auch die Aktienkursreaktionen bei den Konkurrenzunternehmen der Börsenplatzbetreiber untersucht, die durch die Ankündigung der Transaktionen auch mittelbar betroffen sein können und deren Aktienkursreaktionen die Auswirkungen von Übernahmen für die Stabilität des gesamten Sektors ausdrücken. Die Ergebnisse dieser Studie zeigen, dass die Werteffekte bei den Börsenbewertungen der jeweiligen Bieterunternehmen durchgehend positiv sind und mit Kurssprüngen von bis zu 5,01% vergleichsweise hohe Ausprägungen annehmen, auch wenn diese Werte auf den allgemein gebräuchlichen Signifikanzniveaus nicht statistisch signifikant sind. Dennoch kann dieses Ergebnis zumindest dahingehend interpretiert werden, dass sich die Ankündigung einer Fusion oder Übernahme im internationalen Börsenmarkt offensichtlich nicht negativ für die Aktionäre des jeweiligen Bieterunternehmens auswirkt.

³ Vgl. bspw. Jope, Schiereck und Zeidler (2010) für die Telekommunikationsindustrie.

Konsolidierungsschritte von international agierenden Börsenbetreibern werden daher als tendenziell wertschaffend anerkannt und mit einer verbesserten Wettbewerbsposition, auch vor dem Hintergrund der eingangs erläuterten Netzwerkeffekte, assoziiert. In einem weiteren Untersuchungsschritt dokumentiert die empirische Evidenz, wie sich die M&A-Ankündigungen auf die Börsenbewertungen der jeweiligen Konkurrenzunternehmen der Bieter auswirken. Entgegen der landläufigen Erwartungen, dass sich Übernahmen aufgrund der verbesserten Wettbewerbsposition der Bieterfirmen negativ auf die Konkurrenzunternehmen auswirken, zeigt die Analyse signifikant positive Werteffekte für die Rivalen und damit für die Industrie insgesamt. Mit einer durchschnittlichen Rendite von 4,48% sind diese Ergebnisse auch ökonomisch relevant. Der Kapitalmarkt bewertet also die Ankündigung von M&A-Transaktionen nicht eindeutig für die Bieterunternehmen positiv, aber schon für die nur mittelbar betroffenen Wettbewerber. Diese positiven Werteffekte fallen typischerweise in Märkten mit klaren Netzwerkeffekten besonders hoch aus und sind eine direkte Konsequenz der Industrielogik im Markt für Börsendienstleistungen.

Eine Politik, die Konsolidierung ablehnt, muss sich – unabhängig vom konkret betrachteten Einzelfall – vor diesem Hintergrund grundsätzlich zunächst darüber im Klaren sein, dass sie als ineffizient erachtete Marktstrukturen konserviert. In einem weiteren Schritt gilt es dann zu überlegen, wie sich ein in ineffizienten Strukturen agierendes Unternehmen langfristig in einem globalen Wettbewerb behaupten soll bzw. wie ein politisch motivierter Verzicht auf effizienzsteigernde Strukturen kompensiert werden kann, um die Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten. Gerade für Netzwerkindustrien kommt als dritter Aspekt die Frage hinzu, welche negativen Effekte sich aus ineffizienten Strukturen für die Kundengruppen eines Börsenplatzbetreibers ergeben, die nur unter erheblichen Kosten auf alternative Börsenplätze im Ausland ausweichen können.

Der geplante Zusammenschluss der Deutschen Börse und der London Stock Exchange fällt in ein Zeitfenster extremer politischer Unsicherheit und hoher Volatilität, was eine direkte Kapitalmarktanalyse nach obigem Vorbild erschwert und die Aussagefähigkeit von Kursbewegungen einschränkt. Deshalb wird an dieser Stelle darauf verzichtet und stattdessen nur auf die Stellungnahme namhafter Aktionärsberater verwiesen. Solchen Aktionärsberatern, von denen der größte ISS (Institutional Shareholder Services) mit einem Marktanteil von 61 Prozent ist, wird insbesondere bei institutionellen Anlegern in den USA ein besonderer Einfluss eingeräumt. Einer Studie von Copeland, Feyman und O’Keefe (2012) zufolge sind die Empfehlungen der ISS so bedeutsam, dass ein positives Votum dieses Aktionärsberaters die Zustimmungsrate der Aktionäre insgesamt um 15 Prozent erhöhen könne. Der hier im Blick stehende Zusammenschluss wurde von ISS zuletzt sehr positiv für die Aktionäre der beteiligten Unternehmen beurteilt. Die Fusion sei eine "überzeugende Gelegenheit, einen weltweit führenden Betreiber von Marktinfrastruktur mit Sitz in Europa zu schaffen", heißt es in dem Bericht von ISS. Ein weiterer Aktionärsberater, Glass Lewis, äußert sich ähnlich. Die Synergieeffekte und fehlende Alternativen seien Grund genug, der Fusion zuzustimmen (o. V. 2016c). Anzumerken ist hierbei, dass die Zustimmung der Aktionärsvertreter sich nicht auf einen Transaktionsbeteiligten beschränkt, sondern sich für beide Börsenplatzbetreiber gleichermaßen ausspricht.

Damit bleibt abschließend festzuhalten, dass sowohl aus einer grundsätzlichen Betrachtung von Konsolidierungsschritten unter Börsenplatzbetreibern als auch konkret im hier vorliegenden Fall ein Zusammenschluss aus Eigentümersicht positiv erscheint und für eine zumindest theoretisch denkbare Übervorteilung der Aktionäre durch das Topmanagement der Transaktionspartner keine Hinweise bestehen.

3 Stärkung als Zentrum für Finanzmarktstabilität und Risikomanagement

Mit der Volksabstimmung vom 23. Juni 2016 und dem daraus abgeleiteten Austritt Großbritanniens aus der EU (Brexit) wird nach breit vorherrschender Meinung die Konzentration von Zentralbanken, Aufsichtsbehörden und Regulatoren in Frankfurt noch weiter zunehmen und Frankfurt zum eindeutigen europäischen Zentrum für Finanzmarktregulierung machen; Frankfurt mag sich zugleich zum europäischen Zentrum für supranationales Risikomanagement entwickeln. So hatte bereits im Vorfeld der Abstimmung der Leiter der Europäischen Bankenaufsicht EBA, Andrea Enria, für den Fall eines britischen EU-Austritts erklärt, dass dann der Behördensitz in London aufgegeben würde. *„Wenn sich die Briten für einen Austritt aus der EU entscheiden, müssten wir tatsächlich in eine andere europäische Hauptstadt umsiedeln“*, sagte der aus Italien stammende Bankenaufseher (o. V. 2016d). Frankfurt ist hier ein natürlicher Alternativstandort. Bereits im April hatten bei einer Umfrage des Center for Financial Studies 69% der befragten deutschen Finanzinstitute und in der Finanzbranche tätigen Dienstleister Frankfurt als großen Profiteur eines Brexit gesehen (o. V. 2016e).

Die dominierende Position Frankfurts als Steuerzentrale und Regelgeber der Eurozone mit Sitz von Zentralbanken, Finanzaufsichtsbehörden und Regulierungsinstanzen ist aber auch ohne Brexit und ohne einen Zusammenschluss von Deutscher Börse und London Stock Exchange bereits heute gegeben. Denn alle Maßnahmen zur Erhöhung der Finanzmarktstabilität basieren auf Transparenz. Und die Deutsche Börse hat erheblich zur Transparenz der Finanzmärkte beigetragen durch die Bereitstellung einer breiten Finanzmarktinfrastuktur. Als eine der zentralen Lehren aus dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers und der globalen Finanzkrise hat für die Regulierung der Finanzmärkte die Transparenz über Transaktionen und Bestände an Finanztiteln eine zentrale Bedeutung erlangt. Mit der European Market Infrastructure Regulation (EMIR) wurde deshalb eine EU-Verordnung für den außerbörslichen Handel mit derivativen Finanzprodukten verabschiedet. Kern der Regulierung ist die Verpflichtung der Marktteilnehmer zur Abwicklung ihrer außerbörslichen Standardderivategeschäfte über eine Central Counterparty (CCP, zentraler Kontrahent) sowie die Meldung dieser OTC-Geschäfte an ein Transaktionsregister. Mit der EU-Verordnung Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister erlangte EMIR unmittelbare Rechtswirkung für die EU-Mitgliedsländer.

Die Deutsche Börse verfügt u.a. mit der Eurex Clearing über ein integriertes Clearinghaus, das sowohl im Kassa- wie auch im Terminmarkt als zentraler Kontrahent (CCP) auftritt. Es übernimmt damit das Risiko eines Ausfalls eines Partners bei einer über die CCP abgewickelten Transaktion und fordert dafür Sicherheiten hinterlegen von seinen Mitgliedsinstitutionen. Eurex Clearing bietet dabei nach eigenen Angaben Services für Aktien, Anleihen und Derivate. Das Clearinghaus hat 190 Clearing-Mitglieder in 17 Ländern und wickelte im letzten Jahr 1,7 Mrd. Transaktionen ab. Es verwaltet einen Sicherheitepool von 57 Mrd. Euro und verarbeitet Bruttokreditrisiken von fast 17 Bio. Euro im Monat. Je größer der Anteil der international über Eurex Clearing abgewickelten Finanztransaktionen wird, desto transparenter spiegeln sich Risiken für die Finanzmarktstabilität hier wider, und umso besser können die Aufsichts- und Regulierungsinstanzen in Frankfurt ihre Aufgaben wahrnehmen.

Der Brexit bringt nun nicht nur Vorteile für die in Frankfurt ansässigen Finanzmarktakteure, sondern schränkt voraussichtlich das zur Verfügung stehende Instrumentarium, das ein Zentrum für Finanzmarktstabilität unbedingt braucht, erheblich ein und entwertet so Aufsichts- und Steuerungsinstitutionen in Frankfurt und damit Frankfurt als Finanzzentrum ebenfalls. Döring (2016b) fragt zu Recht und

pointiert: *„Glaubt denn irgendwer im Vorstand oder Aufsichtsrat der Deutschen Börse allen Ernstes, die deutsche Politik und insbesondere die hessische Börsenaufsicht könnten es nach den Erfahrungen der Finanzkrise zulassen, dass der Betreiber der Finanzmarktinфраstruktur in der größten Volkswirtschaft der EU zur Tochter einer Offshore-Holding wird, die nicht der europäischen Finanzmarktaufsicht und Regulierung unterliegt?“*

In der Tat richtet sich die Frage nach der Bedeutung Frankfurts als Zentrum der europäischen Finanzmarktaufsicht letztlich genau auf den Teil der zins- und währungsrelevanten Finanzgeschäfte, der gegenwärtig in London abgewickelt wird und bei einem Austritt Großbritanniens aus der EU möglicherweise dem Zugriff der Aufsicht entgleitet. So bezieht sich die Frage nach dem Aufsichtszugriff weniger auf den Standort der Holding, sondern vielmehr darauf, wo das relevante Geschäft abgewickelt wird. Döring (2016b) verweist hierzu für den Währungsbereich plakativ auf die Sorgen im Europäischen System der Zentralbanken, dass der Euro zum großen Teil außerhalb der Eurozone und der Kontrolle durch die EZB gehandelt wird und dass der EZB-Vizepräsident Christian Noyer bereits erklärte, dies nicht länger tolerieren zu wollen. Für den Zinsbereich ist eine herausragende Position Londons noch ausgeprägter, denn mehr als die Hälfte des weltweiten Zinstermingeschäfts wird über LCH.Clearnet in London abgewickelt (vgl. auch Kapitel 5).

Ohne Zusammenschluss nach dem Vollzug eines Brexit wäre in Frankfurt eine Europäische Zentralbank beheimatet, die keinen Zugriff auf den bedeutendsten Markt für ihre Steuerungsgrößen Zins und Währung besitzt. Ob die EZB das tolerieren kann, wird davon abhängen, ob sie daran etwas ändern kann und welche Maßnahmen sie bereit ist, dafür einzusetzen. Mit Kapitalverkehrskontrollen und ähnlichen Instrumenten kann sicherlich ein großer Druck aufgebaut werden, Geschäft aus London nach Frankfurt zu verlagern. Aber die Nebenwirkungen solcher Maßnahmen wären zweifelsohne erheblich.

Die Bedeutung von Regulierungsinstanzen und Finanzmarktinфраstrukturen wird absehbar in den nächsten Jahren weiter deutlich zunehmen und damit auch die Möglichkeit, auf Daten global führender Finanzzentren zugreifen zu können und so systemische Risiken früher zu erkennen und ihnen entgegenzuwirken. Die technologischen Innovationen der letzten Jahre fördern das Vordringen elektronischer Handelsplattformen, und die strengeren Eigenkapitalvorschriften für Banken laufen ebenfalls darauf hinaus, dass immer mehr bislang außerbörslich (OTC) getätigte Finanztransaktionen auf Börsen und/oder ähnliche Plattformen mit Central Counterparty wechseln. Einer Studie von Greenwich Associates zufolge ist ein solcher Wandel gegenwärtig im Devisenhandel im Gange, wo der elektronische Handel inzwischen 73% der Transaktionen abwickelt und der Telefonhandel über die Hälfte seines Geschäftsanteils in den letzten Jahren verloren hat. Marktführer unter den elektronischen Devisenhandelsplattformen ist Thomson Reuters mit einem Marktanteil von 37%, gefolgt von State Street mit 16% und 360T mit 15% (Brächer, 2015). Die Treiber hinter dieser Entwicklung entsprechen den Vorteilen einer gut organisierten Börse, wie sie in Abschnitt 1.1 erläutert wurden. Der Handel wird liquider, transparenter und effizienter, wovon insbesondere die Unternehmen der Realwirtschaft, die hier ihre internationalen Geschäfte absichern, profitieren (o. V. 2016u). Ähnlich dem Devisenhandel steht auch der traditionell stark OTC-geprägte Anleihehandel nach Einschätzungen der International Capital Market Association (ICMA) vor einer tiefgreifenden Elektronisierung (o. V. 2016v). Dieser Markt ist auch für die Zinssteuerung der Zentralbanken bedeutsam.

Am 26.07.2015 gab die Deutsche Börse die Übernahme von 360T für einen Kaufpreis von 725 Mio. Euro bekannt und setzte sich damit gegen die US-Börse CME durch. 360T wird unter anderem von 29 der 30 im DAX vertretenen Unternehmen genutzt und setzte im letzten Jahr täglich ein Volumen von 90 Mrd. Euro um (Brächer, 2015). Durch ihre insgesamt sehr fortgeschrittene Technologie und die vorausschauende Akquisition von 360T hat die Deutsche Börse gute Chancen, in den Geschäftsfeldern des Zins- und Devisenhandels bedeutende Marktanteile dauerhaft zu gewinnen und Handel von London nach Frankfurt zu verlagern, wenn die in London ansässigen Marktteilnehmer uneingeschränkten Zugang zu überlegenen Handelsplattformen in Frankfurt bekommen. Die Verlagerung des Bund-Futureshandels in den 1990er Jahren von London nach Frankfurt kann hier ein Vorbild sein (Franke und Hess, 2000).

4 Potential für Kapitalkostenreduktion und Wachstumssteigerung

Damit Kapitalnachfrager und Kapitalanbieter an Finanzmärkten und insbesondere an Wertpapierbörsen zusammenfinden, müssen die Probleme der Losgrößen- und Fristentransformation überzeugend gelöst werden. Erstere adressiert die Unterschiede in den Kapitalbeträgen, die einerseits die Unternehmen der Realwirtschaft benötigen, um Investitionen durchzuführen, und die andererseits einzelne Anleger bereit sind, einem einzelnen Engagement zur Verfügung zu stellen. Hier geht es um die Primärmarktfunktion des Kapitalmarktes. Die Fristentransformation konzentriert sich vorrangig auf die Handelbarkeit von Finanztiteln nach der ursprünglichen Investmententscheidung, wenn gewährleistet werden soll, dass einerseits der Realwirtschaft Kapital auch sehr langfristig zur Verfügung gestellt werden kann, andererseits aber auch Investoren mit nur kurzen Anlagehorizonten in die Finanzierung eingebunden werden, weil sie ihre Investments jederzeit weiterreichen können. Hier geht es also um die Sekundärmarktfunktion des Kapitalmarktes.

Offensichtlich hängen die Qualitäten von Fristen- und Losgrößentransformation eng zusammen. Nachfolgend wird auf beide Aspekte mit Blick auf den Zusammenschluss von Deutscher Börse und London Stock Exchange näher eingegangen.

4.1 Primärmarktaussichten für den Eigen- und Fremdkapitalbereich

Allgemein wiesen bereits vor über 20 Jahren Engels und Thießen (1994) auf die geringe Eingebundenheit des deutschen Mittelstandes in den Kapitalmarkt hin. Diese traditionell schwach ausgeprägte Primärmarktfunktion wurde aber lange Zeit als weitestgehend unkritisch bewertet, denn ein starkes Bankensystem konnte den Finanzbedarf, der nicht als Innenfinanzierung über die operativen Cash-Flows der Unternehmen selbst erwirtschaftet wurde, durch langfristige Kredite recht gut gewährleisten. Dies gilt heute nicht mehr, und zwar nicht nur in Deutschland. Die Kapitalversorgung der mittelständischen Wirtschaft wird europaweit als unzureichend angesehen, was auch zentrale politische Instanzen gegenwärtig wieder unterstreichen. So hat zuletzt erst wieder Mitte Juni der Wirtschafts- und Währungsausschuss des EU-Parlaments in bemerkenswert klarer Form mit seinem Initiativbericht „Über den Zugang des Mittelstands zu Kapital“ dauerhafte Erleichterungen beim Zugang zu Kapital verlangt (o. V. 2016b). Auch wenn die Stoßrichtung für Lösungen hier vorrangig auf der Kreditfinanzierung durch Banken lag, wird das adressierte Defizit deutlich. Umfassender adressiert wird der verbreitete Kapitalmangel in dem Vorhaben der EU unter dem Schlagwort Kapitalmarktunion, dem die Europäische Kommission höchste Priorität einräumt und die ein zentraler Baustein der Investitionsoffensive für Europa ist. Ziel der Kapitalmarktunion ist es, die Finanzierungsquellen für Unternehmen und Großprojekte zu diversifizieren und auszuweiten und für einen grenzüberschreitend freien Kapitalverkehr im Binnenmarkt zu sorgen. In diesem Frühjahr berichtete die EU erstmals, welche Fortschritte bei der Schaffung einer Kapitalmarktunion seit der Verabschiedung des Aktionsplans im September 2015 erzielt wurden.

Die Diversifikation und Verbreiterung von verschiedenen Finanzierungsquellen ist speziell auch eine deutsche Notwendigkeit. So wurde bereits in Abschnitt 1.3 erläutert, dass durch die digitale Transformation der Realwirtschaft unter dem Schlagwort Industrie 4.0 der Finanzierungsbedarf deutscher Unternehmen stark zunimmt. Die deutsche Kreditwirtschaft kann dies nach Ansicht führender Banker nicht leisten. So hatte sich bereits Anfang Mai spezifisch mit Blick auf die deutsche Unternehmensfinanzierung der Vorstandsvorsitzende der KfW Ulrich Schröder auf der Bilanzpressekonferenz klar und für eine Förderbank eher ungewöhnlich positioniert, als er feststellte: „*Wir brauchen, auch im Interesse der Nachfrager, eine Alternative zur Bankfinanzierung*“ (o. V. 2016j).

Wenn aktuell so vehement Verbesserungen in der Unternehmensfinanzierung gefordert werden, stellt sich zunächst die Frage, wie die Kapitalmärkte diese Aufgaben in Deutschland gegenwärtig wahrnehmen, welche Defizite zu beobachten sind und wo aus einem Zusammenschluss von Deutscher Börse und London Stock Exchange diese Defizite gegebenenfalls reduziert werden können. Damit konzentriert sich die Analyse also auf den Primärmarktbereich.

Der Bankfinanzierung am nächsten kommt die Kapitalmarktfinanzierung über die Begebung von Unternehmensanleihen (Corporate Bonds). Diese Form der Finanzierung ist traditionell vergleichsweise stark ausgeprägt in den angelsächsischen Volkswirtschaften der USA und Großbritanniens, wo sie auch die Etablierung der heute führenden globalen Ratingagenturen vorangetrieben hat, aber auch in Skandinavien, wo in den letzten zehn Jahren mehr als 1.500 Anleihen mittelständischer Unternehmen begeben wurden und somit die Finanzierung der Realwirtschaft gefördert wurde.

In Deutschland schien sich bis ins Jahr 2013 ebenfalls ein Kapitalmarktsegment mit Anleiheemissionen mittelständischer Unternehmen, die sogenannten Mittelstandsanleihen, etablieren zu können. Es wurden in dem Jahr 46 Anleihen mit einem Emissionsvolumen von fast 2,4 Mrd. Euro bei Investoren platziert, ein deutlicher Anstieg gegenüber 2012 mit 34 Emissionen und Volumina von 1,2 Mrd. Euro. Danach brach aber dieser Markt in weiten Teilen zusammen, Schlagzeilen über Insolvenzen und Forderungsverzichte dominierten die Wahrnehmung in der Wirtschaftspresse, wie Mausbach und Simmert (2016) dokumentieren, und die Emissionsaktivität ging 2015 auf gerade noch 21 Anleihen und Volumina von 737 Mio. Euro zurück. Seit Herbst 2016 steht die Insolvenz und das Delisting der KTG Agrar AG als weiterer Emittent mit ausstehenden Anleihebeträgen über mehrere hundert Millionen Euro im Blickpunkt der Investoren.

Christoph Lammersdorf, der damalige Chef der Börse Stuttgart, die lange Zeit der deutsche Marktführer für die Notierung solcher Anleihen war, erklärte bereits 2015 das Segment der Mittelstandsanleihen für seine Börse als tot. Auch an der Frankfurter Wertpapierbörse sind die Emissions- und Notierungszahlen stark zurückgegangen, und eine Umbenennung von Mittelstandsanleihe auf Mini Bond soll weitere negative Übertragungseffekte auf die Emissionen mittelständischer Unternehmen stoppen. Aber die näheren Zukunftsaussichten für diesen Primärmarktbereich und damit für eine kapitalmarktorientierte Fremdfinanzierung des deutschen Mittelstands sind trübe. Angesichts der mehrfach adressierten Finanzierungsnotwendigkeiten ist dies als durchaus kritisch zu werten, und es stellt sich natürlich auch die Frage nach den Gründen dieses Scheiterns. Mausbach und Simmert (2016) sehen hier vor allem die verpflichtenden Emittentenratings anstelle eines produktbezogenen Anleiheratings, das die spezifischen Risiken für die oftmals zahlreich engagierten Privatanleger nur verzerrt reflektiert hat. Mietzner, Proelss und Schweizer (2016) gehen noch einen Schritt weiter und sehen klare Hinweise für Versäumnisse der fast ausschließlich in diesem Segment vertretenen lokalen Ratingagenturen, deren Ratings schlichtweg zu gut waren. Letztlich war es wohl eine Kombination aus institutionellen Fehlern bei der Strukturierung des Segments, auch eine gewisse Kurzfristigkeit insbesondere im Agieren der deutschen Regionalbörsen und eine unangemessene Sorglosigkeit der erfahrenen Finanzplatzteilnehmer, die manche Fehlentwicklung zwar frühzeitig erkannt haben mögen, aber die weitreichenden Konsequenzen für die Primärmarktfunktion der deutschen Börsen unterschätzt haben.

Der Zusammenschluss der Deutschen Börse mit der London Stock Exchange kann hier einen Ausweg bieten. Die London Stock Exchange hat nach Zahlen der World Federation of Exchanges im Vergleich zur Deutschen Börse einen ungleich größeren börslichen Handel in Anleihen mit einer Vielzahl erfahrener Anleger am Finanzplatz London. Durch den Zusammenschluss und die Öffnung des Marktes für deutsche mittelständische Anleiheemittenten in London gibt es eine neue Option für die fremdkapitalbasierte Finanzierung der deutschen Investitionen in die digitale Transformation. Die Emittenten

können in London zunächst (evtl. mit Emissionsbegleitung aus Frankfurt) eine erfolgreiche Emissionshistorie entwickeln, so dass diese Börsenanspruchsgruppe hier unmittelbar profitiert. Börsliches Handelsvolumen wird dabei kaum von Frankfurt nach London abfließen, da es in Frankfurt gegenwärtig keine nennenswerten Handelsaktivitäten in diesem Bereich gibt. Wenn der Markt sich aber in London konsolidiert und etabliert hat und dann auch deutlich wächst, sind Notierungsaufnahmen in Frankfurt für angemessen bewertete Wertpapiere sicherlich möglich und damit auch längerfristig neue Wertpapierumsätze in deutschen mittelständischen Unternehmensanleihen in Frankfurt.

Angesichts der Risikoprofile, die u.a. auch mit den Investitionen unter dem Schlagwort Industrie 4.0 anstehen, ist Fremdkapital aber wohl in vielen Fällen nicht die sinnvollste Finanzierungsquelle. Hier kommt dem Primärmarkt für Eigenkapital besondere Bedeutung zu. Ein starker Finanzplatz zeichnet sich dadurch aus, dass über alle Lebensphasen eines Unternehmens hinweg Instrumente zur Stärkung des Eigenkapitals angeboten werden. Das beginnt bei der Frühphasenfinanzierung mit der Finanzierung von Start-ups (vgl. auch Kapitel 6) und schließt bei der Bereitstellung von Kapital im Rahmen von Börsengängen für große, etablierte Gesellschaften.

Börsenplatzbetreiber haben hier die Aufgabe, durch ein klug gewähltes institutionelles Design von Marktplätzen das Zusammenkommen von Kapitalangebot und -nachfrage zu erleichtern. So werden in der vorbörslichen frühen Entwicklungsphase junge Unternehmen bei der Wachstumsfinanzierung in Frankfurt durch das Deutsche Börse Venture Network insbesondere durch einen besonderen Prozess zum Networking und Matching mit Investoren unterstützt. Das Programm bietet einen strukturierten Zugang zu nationalen und internationalen Investoren. Diese qualifizierten Investoren kommen aus den Bereichen Venture Capital und Private Equity, aber es gibt auch einzelne sehr wohlhabende Einzelinvestoren darunter (Leupold, 2016). Das Deutsche Börse Venture Network zielt darauf ab, die Effizienz der Primärmarktfunktion zwischen den Eigenkapital suchenden Wachstumsunternehmen und ihren heutigen und zukünftigen Investoren zu verbessern. Dazu wird insbesondere ein in der Onlineplattform integrierter Transaktionsservice eingesetzt, der die Unternehmen bei der Durchführung von Finanzierungsrunden unterstützt. Auf der Plattform können die Unternehmen Investorenkontakte knüpfen, sich austauschen und informieren.

Während dieser Service durchaus sehr positiv aufgenommen wird, zeigt allein seine Existenz aber auch ein erhebliches Defizit in gewachsenen Strukturen zur Frühphaseneigenkapitalfinanzierung in Deutschland. Für die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzstandortes Deutschland und des Finanzplatzes Frankfurt werden nach wie vor fokussierte Investoren vermisst, die nach der Gründungs- und ersten Etablierungsphase Eigenkapital für die nächste Wachstumsstufe im Lebenszyklus von jungen Technologieunternehmen bereitstellen. Dies betrifft vor allem jene jungen Unternehmen mit bis zu 10 Mio. Euro Umsatz, die auch vom Deutsche Börse Venture Network adressiert werden und die zur Erlangung der Börsenreife Eigenkapital benötigen, das ihnen den Wachstumssprung in eine Größenordnung von 50 bis 100 Mio. Euro erlaubt. Hier sieht die Primärmarktqualität in Deutschland noch sehr ausbaufähig aus, lediglich ein Fonds von Digital+ Partners konzentriert sich konkret auf dieses kritische Wachstumsfeld und bildet damit quasi sogar eine neue Anlageklasse in Deutschland (Paravicini 2016).

Der Zusammenschluss von Deutscher Börse und London Stock Exchange eröffnet diesen jungen Unternehmen, die für den Innovationsstandort Deutschland als sehr wichtig angesehen werden, einen erleichterten und erweiterten Zugriff auf die ungleich reifere und sehr viel kapitalstärkere Frühphasenfinanzierungsszene in London, was sich in einem ersten Schritt positiv auf die Innovationskraft und das Wachstum der deutschen Realwirtschaft auswirken sollte und in einem späteren Schritt zu vermehrten Börsengängen auch am Finanzplatz Frankfurt führen kann. Dafür ist bspw. eine Verknüpfung von Deut-

scher Börse Venture Network mit dem ähnlich ausgerichteten, aber größeren und älteren ELITE-Programm der London Stock Exchange denkbar, das wiederum eine erfolgreiche Adaption der Borsa Italiana nach dem Zusammenschluss mit der London Stock Exchange im Jahr 2012 ist.

Für den Weg von der Venture Capital-Finanzierung zur Börsennotierung wären aber wohl weitere Anpassungen im institutionellen Design des Börsenstandorts Frankfurt hilfreich. Schefczyk (2009) sieht insbesondere das Einstiegssegment der Frankfurter Wertpapierbörse, den Entry Standard der Deutschen Börse, als wenig hilfreiches Segment zur Entwicklung eines funktionierenden VC-Marktes. Der Bundeswirtschaftsminister hat 2015 diesbezüglich einige Vorschläge gemacht, die bei einer weiter entwickelten Frühphaseneigenkapitalfinanzierung in Deutschland gegebenenfalls erneut überdacht werden können. Das explizit ausformulierte gemeinsame Ziel von Bundeswirtschaftsministerium und Deutsche Börse ist es jedenfalls, mehr Börsengänge zu mobilisieren (Machnig 2016). Stéphane Boujnah, CEO und Chairman der Mehrländerbörse Euronext, erklärte in diesem Kontext jüngst im Interview mit der Börsen-Zeitung: *„Wir wollen den europäischen Emittenten Mehrwert bieten und eine Plattform für kleine und mittelgroße Technologieunternehmen aufbauen, weil das Listing solcher Unternehmen für viele Börsen nicht mehr im Vordergrund steht“* (Boujnah 2016).

Die Deutsche Börse kündigte im November 2016 die Einführung eines neuen Börsensegments im März 2017 an, das den Zugang zu Investoren und Wachstumskapital für KMU verbessern soll und entspricht damit dem Wunsch der Bundesregierung wie auch der EU-Kommission, die Frühphaseneigenkapitalfinanzierung in Deutschland und Europa zu fördern. Als Segment im Freiverkehr, im börsenregulierten Markt, wird das Segment den Entry Standard für Aktien und Unternehmensanleihen ersetzen. Zur Zielgruppe des neuen Segments zählen Unternehmen, die sich bei Investoren bereits bewährt haben. Zu Beginn der Segmenteinführung sollen etwa 40 Unternehmen, die hauptsächlich aus dem Entry Standard stammen, aufgenommen werden. In einem nächsten Ausbauschritt soll ein Index eingeführt werden, der die Unternehmen im Segment abbildet. Das neue Wachstumssegment knüpft an das vorbörsliche Deutsche Börse Venture Network an. Ziel der Deutschen Börse ist es, ein funktionierendes Ökosystem für Wachstum in Deutschland und Europa zu etablieren, das Unternehmen in allen Wachstumsphasen bis hin zur Notierung an der Börse eng begleitet und damit auch mehr Börsengänge hervorbringt. Dieses Ökosystem für Eigenkapitalfinanzierung ist die Antwort der Deutschen Börse auf den massiven Investitionsbedarf, der durch Digitalisierung und Industrie 4.0 entsteht (Mohr 2016).

Die Bedeutung der Börsennotierung für etablierte Unternehmen mit Blick auf Wachstum und Profitabilität wurde zuletzt wieder eindrucksvoll unterlegt. Für börsennotierte Familienunternehmen legt eine aktuelle Auswertung der Prüfungs- und Beratungsgesellschaft EY dar, dass die Börse klar positive Wirkung auf die Entwicklung von Familienunternehmen hat. Von 678 Firmen aus Deutschland, bei denen die Familie wenigstens 30 % der Anteile hält und die mindestens 300 Mio. EUR Umsatz machen, haben sich die 72 börsennotierten Gesellschaften zuletzt deutlich besser geschlagen als die 602 privat gehaltenen Unternehmen. Der Umsatz der börsennotierten Konzerne unter Familieneinfluss legte im Geschäftsjahr 2014 um 4,9 % auf 630 Mrd. EUR zu, während die privat gehaltenen Firmen nur etwa halb so schnell um 2,6 % auf knapp 853 Mrd. EUR zulegten (o. V. 2016aa).

Angesichts der Möglichkeiten im Rahmen einer Börsennotierung die Eigenkapitalbasis zu stärken und der höheren Umsatzdynamik börsennotierter Gesellschaften muss die tatsächliche Primärmarktaktivität am Finanzplatz Frankfurt noch enttäuschen. Gaar und Schiereck (2013) dokumentieren die langfristige Entwicklung der Notierungszahlen im regulierten Markt der deutschen Wertpapierbörsen. Während 1958 noch 488 deutsche Unternehmen hier notiert waren, ging die Zahl bis 2011 auf 284 zurück und hat sich seither nicht erholt. Zwar haben auch andere internationale Finanzplätze mit rückläufigen Notierungszahlen zu kämpfen, aber die Situation in Deutschland ist in zweierlei Hinsicht besonders.

Zum einen fällt der Rückgang hier besonders extrem aus, und zum anderen war die Zahl börsennotierter Gesellschaften in Deutschland in Relation zur Größe der Volkswirtschaft nie besonders hoch.

Bemerkenswert ist diese Schwäche der Primärmarktaktivität auch deshalb, weil eine Reihe von Untersuchungen zeigen, dass die Kosten des Börsengangs und der Aufrechterhaltung der Börsennotierung in Frankfurt im Vergleich zu Paris und London durchaus attraktiv niedrig sind. Zudem wird im globalen Vergleich das institutionelle Umfeld für Eigenkapitalaufnahmen über die Börse als Unterkategorie auch im Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index (vgl. dazu Kapitel 6) erfasst. Hier hat sich Deutschland zuletzt stark verbessert und belegt international Platz 12, Großbritannien nimmt Rang 5 ein.

Als Gegenstück zur schwachen Primärmarktaktivität wird häufig auf den Alternative Investment Market (AIM), das Einstiegssegment der London Stock Exchange, verwiesen. Diese 1995 gegründete Notierungsplattform hat zwar ebenfalls mit deutlich rückläufigen Notierungszahlen zu kämpfen, kann aber für das Jahresende 2015 immerhin auf insgesamt 1.044 Notierungen (845 britische und 199 internationale) verweisen. Kolaric, Schiereck und Stolz (o.J.) dokumentieren, dass der AIM zwischen 2005 und 2014 zwar eine schwache Sekundärmarktpformance aufgrund mangelnder Liquidität, Handelsaktivität, Listingdauer und hoher Informationsasymmetrie aufweist, aber auf dem Primärmarkt äußerst erfolgreich Unternehmen gewinnen kann und entsprechende Segmente anderer Börsenbetreiber bezüglich der Zahl an Notierungen übertrifft. Ein direkter Vergleich bspw. mit dem deutschen Entry Standard hinkt kräftig, und die britische Regierung fördert die Notierungen am AIM durch verschiedene steuerliche Erleichterungen, aber auch unter Einbezug all dieser Aspekte ist der außerordentliche Primärmarkterfolg dieses Börseneinstiegssegments, über das in 20 Jahren ca. 95 Mrd. £ an neuem Eigenkapital den notierten Unternehmen zugeführt wurden, völlig unbestreitbar, und die direkte Öffnung des AIM für deutsche Emittenten – bspw. auch über ein eigenes deutsches Untersegment im AIM International – kann die kapitalmarktorientierte Eigenkapitalfinanzierung des deutschen Mittelstands neben dem neuen Wachstumssegment der Deutschen Börse nachhaltig erleichtern.

Die positiven Konsequenzen einer starken Eigenkapitalbasis wurden gerade erst wieder in einer empirischen Studie für den deutschen Mittelstand bestätigt. Peters, Roberts und Vuong (2015) dokumentieren den Zusammenhang von Innovationserfolgsrate, Produktivitätszuwächsen, Kapitalstärke und langfristigen Gewinnen. So steigt der Unternehmenswert bei kapitalstarken Unternehmen aufgrund von Investitionen in Forschung und Entwicklung um 11,6%, während der Unternehmenswert bei mittlerer Kapitalkraft um 5,5% und der eines kapitalschwachen Unternehmens um lediglich 2,3% zunimmt.

Es finden sich also zahlreiche Argumente für eine nachhaltige Stärkung der Eigenkapitalbasis deutscher Unternehmen durch Börsengänge und eine ganze Reihe von aussichtsreichen Möglichkeiten, durch den Zusammenschluss der beiden Börsen die Primärmarktaktivitäten deutscher Unternehmen im Fremd- und Eigenkapitalbereich zu steigern und durch die daraus generierten Stärkungen der Finanzierungsbasis neue Investitionen – auch in Industrie 4.0 – mit deutlichen Wachstumsperspektiven für die deutsche Realwirtschaft zu starten.

4.2 Sekundärmarktperspektiven

Durch einen Zusammenschluss von Deutscher Börse und London Stock Exchange können nicht nur die Finanzierungsmöglichkeiten für bislang nicht über die Börse Kapital aufnehmende Unternehmen beeinflusst werden. Auch die bereits an der Börse gelisteten Unternehmen und die an der Börse agieren-

den Wertpapierhandelsdienstleister können hier ebenfalls profitieren. Denn eine Börsenhandelsplattform ist dann für ihre regelmäßigen Nutzer besonders attraktiv, wenn sie den dort angebotenen Transaktionsservice zu besonders niedrigen Kosten erhalten (siehe dazu auch Abschnitt 1.1). Während die genaue Definition, Abgrenzung und Messung dieser Kosten durchaus kontrovers diskutiert werden (Freyre-Sanders, Guobuzaite und Byrne, 2004), herrscht doch große Einigkeit darüber, dass die Liquidität des Handels insbesondere für institutionelle Händler von herausragender Bedeutung ist (Schier-eck, 1996; Averdiek-Bolwin, 1998; Kempf, 1999).⁴

Entsprechend verweist der Geschäftsführende Vorstand des Deutschen Aktieninstituts, Christine Bortenlänger, darauf, dass die größten Wettbewerber des regulierten Börsenhandels alternative Handelsplattformen und der OTC-Handel sind, und sich Emittenten eine Stärkung der Liquidität an den regulierten Börsen wünschen (o. V. 2016y). Dieser Emittentenwunsch resultiert daraus, dass Investoren für das Risiko, bei illiquiden Wertpapieren ihre Positionen gegebenenfalls nicht jederzeit sofort schließen zu können und dadurch u.a. auch ein Preisänderungsrisiko bis zur Transaktion hinnehmen zu müssen, eine Kompensation in Form höherer erwarteter Renditen fordern. Höhere Liquidität bedeutet also niedrigeres Risiko, und das führt zu niedrigeren Kapitalkosten der Emittenten. Zur Verdeutlichung: Eine Investition, die jährliche Cash-Flows von 1.000 Euro generiert, steigt durch eine Reduktion der Kapitalkosten um 5 Basispunkte (0,05%) im Wert um über 50 Euro.

Auch die Händler an den Börsen profitieren vom geringeren Liquiditätsrisiko durch intensivierten Handel, und so erklärt Steubing-Vorstand Carsten Bokelmann für die aus Frankfurt heraus agierenden Wertpapierhandelsdienstleister: *„Grundsätzlich würden wir eine solche Fusion begrüßen, denn der Finanzplatz Frankfurt würde neben London noch einmal zusätzlich an Bedeutung gewinnen“* (o. V. 2016y). Eine solche Stärkung der Liquidität und damit der Sekundärmarktqualität der Börsenplätze scheint sowohl für den Finanzplatz Frankfurt als auch für London unbedingt geboten. Denn Cetorelli und Peristiani (2009, S. 30) stellen fest: *„We find no evidence that secondary stock markets in the United States have lost any significant volume of business to competing locations, such as London Stock Exchange, Euronext, or the Deutsche Börse. Not only do U.S. exchanges control the largest share of global trading overall, but that trend is increasing over time.“*

Um im Wettbewerb gegenüber den global dominierenden Börsen in Nordamerika und Asien mithalten zu können und Anteile im internationalen Börsenhandel zurückzugewinnen, erscheint ein konzertiertes Agieren der beiden Börsen also sinnvoll. Aber neben allgemeinen und theoretischen Überlegungen zu den Konsequenzen aus dem Zusammenschluss von zwei Börsenbetreibern für die Qualität des Sekundärhandels stellt sich schon die Frage, wie sich die Vorteile des Zusammenschlusses auf die beiden Börsenplätze verteilen. Das Bild der Liquiditätsbrücke, das im Rahmen der Diskussionen über den Zusammenschluss von Deutscher Börse und London Stock Exchange immer wieder gebraucht wird, könnte suggerieren, dass es hier starke Ungleichgewichte gibt und nur London als der heute wesentlich liquidere Handelsplatz vom Zusammenschluss profitiert. Um diesen Aspekt näher zu beleuchten, empfiehlt sich insbesondere auch ein Abgleich mit den Erkenntnissen zuletzt getätigter Börsenfusionen in Europa. Vor allem der Zusammenschluss der Börsenplätze Amsterdam, Brüssel, Lissabon und Paris zur Euronext im Zeitraum vom September 2000 bis November 2003 erscheint hier als Vorbild.

4 In der Regel wird davon ausgegangen, dass Liquidität und Bewertungseffizienz stark positiv miteinander korrelieren, durch eine hohe Liquidität also auch ein hohes Maß an Bewertungseffizienz erreicht wird und somit kein Konflikt bei den in Abschnitt 1.1 diskutierten Zielkriterien besteht. Für eine kritische Diskussion dazu vgl. Bienert (1996), S. 208ff. sowie Feld und Köhler (2015).

Pagano und Padilla (2005) analysieren dieses natürliche Experiment und finden Vorteile bei allen Anspruchsgruppen. Der Zusammenschluss führte zu erheblichen Effizienzsteigerungen und Kosteneinsparungen, bspw. im IT-Bereich, die zum Teil in Form niedrigerer Gebühren weitergereicht wurden, wovon Wertpapierhandelsdienstleister profitieren konnten. Die gestiegene Liquidität kam vor allem dem größten Börsenplatz in Paris zugute, wo die Liquiditätskosten bei den im CAC 40 zusammenge-schlossenen Aktien um mehr als 40% sanken. Aber auch die Liquidität an den Börsenplätzen Brüssel und Amsterdam stieg signifikant an, auch wenn der Effekt hier wesentlich schwächer ausfiel. Auch die aktuelle Studie von Hüther und Demary (2016) sieht einen klaren Liquiditätsgewinn für die Sekundärmarktaktivität in Frankfurt und damit eine Reduzierung der Eigenkapitalkosten für deutsche Emittenten aus dem Zusammenschluss von Deutscher Börse und London Stock Exchange.

5 Potential zur Weiterentwicklung von Terminmarktprodukten in Frankfurt

Während für Emittenten und Aktieninvestoren die Fristen- und Losgrößentransformationsqualitäten am Kassamarkt der Börse besonders bedeutsam sind, werden vorrangig an den Terminmärkten die Risikotransformationswünsche der Kapitalmarktteilnehmer adressiert. Zu Beginn der 1990er Jahre wurden die börsennotierten Terminkontrakte auf deutsche Bundesanleihen (Bund Futures), wie bereits erwähnt (vgl. Kapitel 3), noch überwiegend in London gehandelt, bevor sich mit Unterstützung von Akteuren aus der deutschen Kreditwirtschaft die Kräfteverhältnisse verschoben und Frankfurt zum Zentrum des Terminhandels wurde. Verschiebungen im Terminhandel von London nach Frankfurt haben also Geschichte. In London gibt es zwar keinen nennenswerten Handel in börsennotierten Terminprodukten⁵, aber außerbörslich gibt es einen sehr großen Markt für Zins- und Währungsrisiken.

Ein Zusammenschluss von Deutscher Börse und London Stock Exchange kann perspektivisch hier sogar strukturverändernde Wirkung entfalten, wenn sich aktuell als OTC-Produkte gehandelte Kontrakte bei ausreichender Marktliquidität zu sogenannten Exchange Traded Derivatives (ETD) weiterentwickeln lassen und so außerbörsliches Geschäft zu reguliertem Börsenhandel wird. Regulatorische Anstöße dazu kommen durch die Anpassung der EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II) und die Einführung einer begleitenden Verordnung (MiFIR) im Jahr 2014.

Die US-amerikanische Intercontinental Exchange in Atlanta, die im Mai noch als potentieller Wettbewerber um die London Stock Exchange erwartet worden war, hatte auch kein Interesse am direkten Kassageschäft. Interessant erscheint hier vor allem das Clearinghaus LCH.Clearnet. Gerade letztgenanntes Clearing-Geschäft wird als integraler Bestandteil der globalen Derivate-Wachstumsstrategie der ICE gesehen (o. V. 2016p). Bei einem Scheitern der Fusion von Deutscher Börse und London Stock Exchange wird ein baldiger konkurrierender Übernahmeversuch der ICE erwartet, der wohl gegenwärtig angesichts der weniger überzeugenden industriellen Logik und der dann schlechteren Position Londons, gerade auch nach einem vollzogenen Brexit, bislang unterbleibt.

⁵ Es gibt natürlich auch am Finanzplatz London börsliches Termingeschäft, dessen wesentliche Basis die ehemals zur Euronext gehörende London International Financial Futures Exchange (LIFFE) war. Nach der Abspaltung der Euronext in 2013 blieb die LIFFE im Portfolio der ICE NYSE Group unter dem Namen ICE Futures Europe.

6 Potential zum Ausbau Frankfurts als europäisches FinTech-Zentrum

In den letzten Jahren sind etablierte Unternehmen der Finanzindustrie überall auf der Welt durch eine große Zahl von jungen, technologiegetriebenen Start-ups mit ihren digitalen Geschäftsideen an verschiedensten Stellen ihrer Wertschöpfungsketten attackiert und in ihrem Innovationsmanagement herausgefordert worden. Für diese Start-ups wurde der Begriff FinTechs geprägt. Nach anfänglichem Zögern finden FinTechs auch in Deutschland parteiübergreifende positive politische Beachtung, verspricht man sich doch aus Kreativität, Innovationskraft und digitalen Geschäftsmodellen eine Steigerung der Zukunftsfähigkeit der deutschen Finanzindustrie. Doch während in anderen Finanzzentren der Welt wie Hong Kong oder dem bedeutendsten europäischen FinTech-Standort London⁶ schon seit Jahren mit öffentlichen Standortprogrammen versucht wird, sich Vorteile im internationalen Innovationswettbewerb als global führender FinTech-Standort zu verschaffen, wurde in Deutschland diese Aufgabe lange Zeit weitestgehend privaten Initiativen überlassen. Dabei fordern insbesondere auch FinTech-Gründer, dass Frankfurt sich mehr für die Ansiedlung der hier entstehenden FinTech-Szene einsetzt (o. V. 2016l).

Nach der vorwiegend moralischen politischen Unterstützung bis Ende des letzten Jahres ergriff die hessische Landesregierung im Dezember 2015 die Initiative mit der öffentlichen Ausschreibung für ein FinTech-Zentrum in Frankfurt. Sie verfolgt dabei das Ziel, modernen Finanztechnologien in Frankfurt ein attraktives Umfeld zu bieten. FinTech-Neugründungen sollen begünstigt und etablierte FinTechs langfristig am Standort gehalten werden. Damit kann sich Frankfurt – auch im internationalen Vergleich – inzwischen noch mehr als bemerkenswert gut positionierter Standort präsentieren, sowohl allgemein als Investmentstandort für Wagniskapital als auch mit Blick auf das Segment der FinTechs. Allgemein werden die institutionellen Rahmenbedingungen und die generelle Verfügbarkeit von Wagniskapital alljährlich im globalen Vergleich über den Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index erfasst (Groh, Liechtensteiner und Lieser, 2011). In der aktuellen Erhebung für 2016 hat Deutschland hier zwar eine Position verloren, belegt aber mit Platz 9 den besten kontinentaleuropäischen Rang vor der Schweiz, aber sehr deutlich hinter Großbritannien, das Rang 2 belegt. In einer längerfristigen Betrachtung beklagt aber Schefczyk (2009) eine zu starke Ausrichtung der Finanzinvestoren auf den Bereich der Buyouts, was den Beitrag zur Innovationsfinanzierung schmälern würde. Und in der Presse wird nach wie vor für Deutschland ganz allgemein das Fehlen einer Kultur des mutigen Investierens beklagt (o. V. 2016o).

Spezifisch mit Blick auf das FinTech-Segment gibt es gegenwärtig in Deutschland mehrere Zentren mit zahlreichen Start-ups, wobei sich Frankfurt aber allmählich – auch durch den Vorstoß der hessischen Landesregierung – zum herausragenden Standort zu entwickeln scheint. Über 50 FinTechs sind hier bereits aktiv. Zu dieser Entwicklung tragen zum einen institutionelle Vorteile bei wie die Nähe zu den Regulierungsinstanzen, deren Notwendigkeit von immer mehr Start-ups geschätzt wird. Auch die Nachbarschaft zu den größten in Deutschland aktiven Finanzinstituten und deren auf FinTechs ausgerichtete Venture Capital-Initiativen ist hier relevant (Leupold, 2016). Auch die Deutsche Börse selbst ist Teil dieses Wagniskapitalmarktes mit der am 21. Juni 2016 angekündigten Corporate Venture-Capital-Plattform DB 1 Ventures, die vor allem in FinTech-Unternehmen investieren soll, die für die Deutsche Börse von strategischem Interesse sind (o. V. 2016g).

⁶ Nach Berechnungen der Beratungsgesellschaft EY haben FinTechs in Großbritannien 2015 einen Umsatz von 8,5 Mrd. Euro erwirtschaftet und damit Kalifornien und New York überholt. Die Bank of England baut eine eigene Abteilung auf, die gemeinsam mit den FinTechs Problemlösungen im Bereich Zentralbanken entwickeln soll (o. V. 2016i).

Daneben existiert u.a. ein FinTech-Zentrum der Deutschen Börse im Frankfurter Nordend. Dort sind auch einige Mitarbeiter des Deutsche Börse Venture Network (vgl. Kapitel 4) untergebracht, über das die Börse bereits weiter entwickelte Start-ups versucht, mit Kapitalgebern zu verbinden, sowie Co-Working Spaces (o. V. 2016h). Bei der Belegung ihres FinTech-Zentrums konnte die Börse drei von vier jetzt dort untergebrachten Start-ups zu einem Umzug nach Frankfurt bewegen. Es gibt also offensichtlich einige Anziehungskraft am Standort Frankfurt.

Während die BaFin immer wieder betont, dass vielversprechende Geschäftsmodelle für FinTechs auch jenseits der Aufsichtsschwelle möglich und begrüßenswert seien (o. V. 2016k), baut sie inzwischen ihr Informationsprogramm detailliert aus und erklärt sehr präzise auf ihrem Internetauftritt, wann ein Geschäftsmodell eine Erlaubnis der BaFin benötigt. Offensichtlich liegt es im eigenen Interesse der Aufsichtsbehörde, auf die FinTechs zuzugehen und ihnen den Zugang zur Regulierung nutzerfreundlich zu gestalten (Lorenz, 2016). Immerhin hat es seit 2015 150 Lizenzanträge von FinTechs bei der BaFin gegeben (o. V. 2016k).

Bei all diesen an sich günstigen Rahmenbedingungen verbleiben aber zwei wesentliche Hemmnisse. Zum einen ist trotz aller Attraktivität der Rahmenbedingungen die vorhandene Investorenbasis vor Ort im Vergleich zu anderen Finanzzentren (wie London) schmal und ihre Risikobereitschaft eher schwächer ausgeprägt. Zum anderen zeigt eine Analyse der wesentlichen Erfolgsfaktoren von FinTechs, dass sich insbesondere die Geschäftsmodelle, die auf innovative digitale Infrastrukturen setzen und für die sich Frankfurt als Standort durchgesetzt hat, nur dann langfristig am Markt durchsetzen können, wenn sie von vornherein auf eine internationale Marktausrichtung setzen und nicht auf den Heimatmarkt fokussiert bleiben. Durch den Zusammenschluss von Deutscher Börse und London Stock Exchange eröffnet sich diesen Frankfurter FinTechs ein direkter Anschluss an die Venture Capital-Industrie in London, über den nicht nur neues zusätzliches Eigenkapital das weitere Wachstum der Start-ups stützen kann, sondern vor allem auch der Zugang zum Weltmarkt für innovative Finanzdienstleistungen erheblich erleichtert werden kann.

Umgekehrt kommt nach dem Brexit-Referendum insbesondere für alle aufsichtsrechtlich regulierten britischen FinTechs hinzu, dass der Zugang zum europäischen Binnenmarkt schwieriger wird und eine kontinentaleuropäische Dependence ratsam erscheint. Der natürliche Standort hierfür ist dann nach dem Zusammenschluss Frankfurt – mit allen daraus resultierenden Beschäftigungs-, Innovations- und Wachstumseffekten.

7 Rückblick: Argumentationslinien beim geplanten Zusammenschluss 2011

Im Januar 2011 gaben Deutsche Börse und NYSE Euronext bekannt, sich zusammenschließen zu wollen, nachdem ein erster diesbezüglicher Anlauf der Deutschen Börse 2006 mit der Euronext abgebrochen worden war. Es kam beim erneuten Versuch nun nachfolgend zu einem Bieterwettstreit mit Nasdaq OMX und Intercontinental Exchange, bei dem sich die Deutsche Börse durchsetzte (o. V. 2011c). Während die geplante Fusion mit Blick auf ihre betriebswirtschaftliche Logik breite Zustimmung fand und die erwarteten, verkündeten Synergiepotentiale sogar noch etwas größer als bei dem hier im Blickpunkt stehenden Zusammenschluss waren (o. V. 2011a, o. V. 2011b), wurde sie vom Betriebsrat der Deutschen Börse sehr kritisch gesehen und abgelehnt. Der Betriebsrat vertrat die Position, alle mittelfristigen Ziele der Deutschen Börse eher alleine als mit einem US-amerikanischen Partner zu erreichen (Kuckelkorn und Witt, 2011). Die Diskussionen im Umfeld des jetzigen Zusammenschlusses von Deutscher Börse und London Stock Exchange zeigen, dass diese damalige Position die strategische Dynamik des globalen Börsenwettbewerbs deutlich unterschätzte.

Die Fusion scheiterte schließlich nicht am Willen der Aktionäre beider Börsenplatzbetreiber, sondern am Einspruch der Wettbewerbsaufsicht, die der Definition zur Abgrenzung des relevanten Marktes für derivative Finanzprodukte, die die Fusionspartner verfolgten, nicht teilen wollte und den Markt wesentlich enger und damit die Marktposition als ungleich dominanter sah. Nachdem die EU-Kommission den Zusammenschluss von Deutscher Börse und NYSE Euronext mit Blick auf die Monopolstellung im Derivategeschäft untersagt hatte, konnte das Hessische Wirtschaftsministerium als Aufseher über die Deutsche Börse von einer eigenen öffentlichen Einschätzung der geplanten Fusion seinerzeit absehen (o. V. 2016z).

Die kartellrechtlichen Risiken aus einem Zusammenschluss von Deutscher Börse und London Stock Exchange sind kaum mit denen der gescheiterten Fusion mit der NYSE Euronext vergleichbar, denn 2011 stieß sich die EU-Kommission an den Marktanteilen der Transaktionspartner im Derivategeschäft und sah eine nicht genehmigungsfähige marktbeherrschende Stellung (Kalbhenn 2016). Aus dem Zusammenschluss von Deutscher Börse und NYSE Euronext wäre die größte Börse der Welt entstanden, mit Handelsplätzen in sieben Metropolen, gelisteten Unternehmen mit einer Gesamtmarktkapitalisierung von 15 Bio. US-Dollar sowie Marktanteilen im US-amerikanischen Optionsgeschäft von 40% und in Europa einer mit Abstand eindeutigen Marktführerschaft (Buchter, 2011).

In der Retrospektive erscheint die Argumentation zur Ablehnung der Transaktion zwar nachvollziehbar, aber es hätte sicherlich alternative Lösungen gegeben, die zu keiner gänzlichen Ablehnung der Fusion sondern nur zu wesentlichen Auflagen geführt hätten. Grundlegend erscheint in diesem Kontext allerdings das Problem der statischen Wettbewerbssicht, bei der offenkundige längerfristige Trends im globalen Wettbewerb ausgeblendet oder doch nur sehr eingeschränkt in die Bewertung Eingang finden. Dadurch werden unter Umständen nicht nur die Eigentümer der direkt betroffenen Transaktionspartner in ihren Vermögenspositionen beeinträchtigt, sondern die gesamte Balance im globalen Börsenplatzwettbewerb dauerhaft unterminiert.

8 Zusammenfassung und Gesamtbeurteilung

Bereits im Februar hatte Claus Döring (2016c) es auf den Punkt gebracht: *„Wenn die Deutsche Börse die Chance zum Zusammenschluss mit der LSE nicht nutzt, wird sie in der Liga der internationalen Börsen weiter abrutschen und dann nur noch als Juniorpartner eines übermächtigen amerikanischen oder asiatischen Börsenbetreibers taugen – wenn überhaupt. Diese Gefahr ist real. Mit einer von den globalen Finanzströmen abgeschnittenen Deutschen Börse würde sich der Finanzplatz Frankfurt im internationalen Ranking bald in ähnlicher Bedeutungslosigkeit wiederfinden wie heute im nationalen Maßstab die Regionalbörse Hannover.“* Die Brexit-Entscheidung zum Austritt Großbritanniens aus der EU hat diese Perspektive eher verschärft.

Döring (2016c) fragt dann weiter: *„Bezahlt also die Börse den Deal mit London zum Teil mit Bedeutungsverzicht? Wird der Finanzplatz Frankfurt ausverkauft?“* Die klaren Antworten aus seiner Sicht liefert er gleich mit: *„Der seit Jahren festzustellende Bedeutungsverlust der Deutschen Börse gegenüber den internationalen Konkurrenten würde sich ohne die Fusion mit London beschleunigen. Da die Fusion die rechtlichen und aufsichtlichen Strukturen nicht ändert, wird die von der Deutschen Börse betriebene Frankfurter Wertpapierbörse nicht tangiert.“*

Die Argumentationslinien dieser Studie unterstützen die hier zitierten Einschätzungen, nehmen aber in ihrer Perspektivenwahl eine ungleich breitere Betrachtung vor, um zu zeigen, dass nicht nur die Eigentümer und Aktionäre von dem Zusammenschluss profitieren werden, sondern die Mehrzahl der großen Anspruchsgruppen. Für Emittenten und Investoren zeichnen sich im Primär- und Sekundärmarkt klare Konditionen-Verbesserungen ab, die Aufsichts- und Regulierungsinstanzen behalten einen Zugriff auf den Finanzplatz London mit seiner herausragenden Stellung im Devisen- und Zinsterminhandel, insbesondere bei einer Integration der Clearing- und Settlement-Prozesse in Frankfurt. Und die Anbindung der noch zart wachsenden Frankfurter FinTech- und Start-up-Zentren an den Finanzplatz London mit seiner riesigen globalen Investorenschaft dürfte die Zukunftsaussichten dieser jungen Unternehmen ebenfalls beflügeln.

Und wenn nach dem Brexit zahlreiche Finanz- und Aufsichtsinstitutionen ihren Sitz von London nach Frankfurt verlagern, werden auch die Arbeitnehmer, die zunächst durch den Zusammenschluss von Deutscher Börse und London Stock Exchange ihren Arbeitsplatz verlieren, sehr gute Aussichten für neue hochwertige Beschäftigungsverhältnisse haben. Für die übrigen Mitarbeiter wird sich die Zukunftsfähigkeit und Sicherheit ihrer Arbeitsplätze durch den Zusammenschluss ohnehin erheblich verbessern.

Den Kritikern dieser Analyse, die mit dem Zusammenschluss einen Ausverkauf des Finanzplatzes Deutschland sehen, seien die Verweise von Horst Bertram (2016) zur gelegentlichen Inkonsistenz von Wort und Tat in Erinnerung gerufen: *„Gerne vergessen die Gelegenheitsunterstützer des Finanzplatzes aus dem deutschen Bankenlager auch, dass sie es waren, die ihre Beteiligungen an der deutschen Börse abgaben und sich die großen deutschen Institute mittlerweile kaum noch für die Frankfurter Wertpapierbörse, wo sie im Beirat sitzen, engagieren.“*

Es gibt sicherlich keine Garantie, wo und in welchem Umfang der Finanzplatz Frankfurt durch den Zusammenschluss mit London profitiert, aber es gibt jede Menge Potentiale, die bei kluger Ausnutzung den Anspruchsgruppen der Deutschen Börse zugutekommen, und es gibt große Einigkeit darüber, dass die Deutsche Börse und alle (!!!) ihre Anspruchsgruppen ohne den Zusammenschluss mittelfristig erheblich an Bedeutung verlieren.

Quellen aus der Tagespresse

- Boujnah, S. (2016): Euronext ist offen für jede unabhängige Börse in Europa, in: Börsen-Zeitung, 01.07.2016.
- Brächer, C. (2015): Deutsche Börse schluckt Devisenplattform, in: Handelsblatt online, 26.07.2015.
- Buchter, H. (2011): Den Riesen im Huckepack, in: Die Zeit, 17.02.2011.
- Döring, C. (2016a): Dax, Ebbelwoi und Grie Soß, in: Börsen-Zeitung, 14.06.2016.
- Döring, C. (2016b): London Bridge is Falling Down, in: Börsen-Zeitung, 25.06.2016.
- Döring, C. (2016c): Frankfurts Schicksalsfrage: London oder Hannover? in: Börsen-Zeitung, 27.02.2016.
- Feld, L. P. und E. A. Köhler (2015): Gesetzgeber bei der Börsenpreisbildung gefordert, in: Börsen-Zeitung, 24.09.2015.
- Kalbhenn, C. (2016): Clearing könnte kritischer Punkt der Börsenfusion werden, in: Börsen-Zeitung, 24.03.2016.
- Kuckelkorn, D. und J. Witt (2011): Der Finanzplatz wird geschwächt, in: Börsen-Zeitung, 14.07.2011.
- Lorenz, M. (2016): BaFin goes Fintech, in: Börsen-Zeitung, 25.06.2016.
- Mohr, D. (2016): Gabriel bekommt sein Börsensegment, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 22.11.2016.
- o. V. (2011a): Deutsche Börse und NYSE Euronext besiegeln den Zusammenschluss, in: Börsen-Zeitung, 16.02.2011.
- o. V. (2011b): Fusion für Aktionäre beider Börsen attraktiv, in: Börsen-Zeitung, 29.04.2011.
- o. V. (2011c): Synergieansatz für Börsenfusion erhöht, in: Börsen-Zeitung, 13.05.2011.
- o. V. (2016a): Euronext setzt auf Übernahmen, in: Börsen-Zeitung, 14.05.2016.
- o. V. (2016b): EU-Parlament für Mittelstandsfaktor, in: Börsen-Zeitung, 23.06.2016.
- o. V. (2016c): ISS stellt sich hinter Börsenfusion, in: Börsen-Zeitung, 23.06.2016.
- o. V. (2016d): Muss die Bankenaufsicht London verlassen? in: Bild am Sonntag, 19.06.2016.
- o. V. (2016e): Finanzbranche für die Börsenfusion, in: Börsen-Zeitung, 27.04.2016.
- o. V. (2016f): Börsenfusion wird hart kritisiert, in: Börsen-Zeitung, 21.04.2016.
- o. V. (2016g): Deutsche Börse gründet Wagniskapital-Plattform, in: Börsen-Zeitung, 22.06.2016.
- o. V. (2016h): Börse zieht Fintechs nach Frankfurt, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 21.04.2016.
- o. V. (2016i): Bank of England gibt Fintechs Raum, in: Börsen-Zeitung, 18.06.2016.
- o. V. (2016j): KfW sieht Kapitalmärkte in der Pflicht, in: Börsen-Zeitung, 03.05.2016.
- o. V. (2016k): BaFin widmet sich den Belangen der Fintechs, in: Börsen-Zeitung, 29.06.2016.
- o. V. (2016l): Frankfurter Vaamo stemmt weitere Finanzierungsrunde, in: Börsen-Zeitung, 01.06.2016.

- o. V. (2016m): Deutsche Börse und LSE treiben Fusionsprojekt mit Vollgas voran, in: Börsen-Zeitung, 02.06.2016.
- o. V. (2016n): Frankreich macht Stimmung gegen die Börsenfusion, in: Börsen-Zeitung, 21.05.2016.
- o. V. (2016o): Silicon Frankfurt, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 18.02.2016.
- o. V. (2016p): ICE verzichtet auf Gegenangebot, in: Börsen-Zeitung, 06.05.2016.
- o. V. (2016q): Faber: Börsenfusion mit London jetzt noch wichtiger, in: Börsen-Zeitung, 25.06.2016.
- o. V. (2016r): Herzlich willkommen in Frankfurt, in: Börsen-Zeitung, 25.06.2016.
- o. V. (2016s): Finanzplatz Frankfurt macht in Europa Boden gut, in: Börsen-Zeitung, 31.05.2016.
- o. V. (2016t): Gefahr durch „Eingemeindung“ nach London, in: Börsen-Zeitung, 31.05.2016.
- o. V. (2016u): Ein langfristig liquiderer Markt, in: Börsen-Zeitung, 19.05.2016.
- o. V. (2016v): Bondhandel vor stärkerer Elektronisierung, in: Börsen-Zeitung, 11.05.2016.
- o. V. (2016w): Berlin lässt Frankfurt bei Börsenfusion allein, in: Börsen-Zeitung, 13.05.2016.
- o. V. (2016x): Finanzplatz Paris fordert Härte gegenüber England, in: Börsen-Zeitung, 25.06.2016.
- o. V. (2016y): Britische Börsenholding wird zum Stolperstein, in: Börsen-Zeitung, 27.02.2016.
- o. V. (2016z): Mega-Börse soll ihren Sitz in London haben, in: Börsen-Zeitung, 27.02.2016.
- o. V. (2016aa): Börsennotiz passt ins Familienwappen, in: Börsen-Zeitung, 16.06.2016.
- Paravicini, S. (2016): Wir repräsentieren eine neue Assetklasse in Deutschland, in: Börsen-Zeitung, 05.07.2016.
- Paul, S. (2015): Industrie 4.0 krempelt die Unternehmensfinanzierung um, in: Börsen-Zeitung, 27.11.2015.

Literaturverzeichnis

- Al-Wazir, T. (2016): Die Digitalisierung der Finanzbranche – eine Chance für Frankfurt, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 69(10), S. 476-477.
- Averdiek-Bolwin, C. (1998): Die Effizienz von Aktienbörsen – SEAQ versus Tradepoint, Oldenbourg, München.
- Bertram, H. (2016): Diesmal ist alles anders – eigentlich, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 69(6), S. 256-257.
- Bienert, H. (1996): Der Marktprozeß an Aktienbörsen – Bewertungseffizienz und Umverteilung, Gabler, Wiesbaden.
- Cetorelli, N. und S. Peristiani (2009): Prestigious Stock Exchanges: A Network Analysis of International Financial Centers, Federal Reserve Board of New York, Staff Report 384.
- Copland, J.R., Y. Feyman and M. O’Keefe (2012): Shedding Light on the Influence of Shareholder Proposals on Corporations – A Report on Corporate Governance and Shareholder Activism, Proxy Monitor Report, Manhattan Institute Center for Legal Policy.
- Economides, N. (1996): Economics of Networks, International Journal of Industrial Organization, 14, S. 673-699.
- Engels, W. und F. Thießen (1994): Die Chancen Frankfurts im Vergleich zu den großen Finanzplätzen der Welt, in: Landesbank Hessen-Thüringen (Hrsg.), Finanzplatz Frankfurt, Fritz Knapp Verlag, S. 255-279.
- Franke, G. und D. Hess (2000): Information Diffusion in Electronic and Floor Trading, Journal of Empirical Finance, 7, S. 455-478.
- Freyre-Sanders, A., R. Guobuzaitė und K. Byrne (2004): A Review of Trading Cost Models: Reducing Transaction Costs, Journal of Investing, 13(3), S. 93-115.
- Gaar, E. und D. Schiereck (2013): Notierungsdynamik börsengehandelter Aktien in Deutschland seit 1950: Eine Note, Bankhistorisches Archiv, 39, S. 126-138.
- Gomber, P. und F. Nassauer (2014): Neuordnung der Finanzmärkte in Europa durch MiFID II/MiFIR, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 26, S. 250-260.
- Gomber, P., S. Sagade, E. Theissen, M. C. Weber und C. Westheide, (2015): The State of Play in European Over-the-Counter Equities Trading, Journal of Trading, 10, S. 23-32.
- Groh, A., H. Liechtenstein und K. Lieser (2011): The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, IESE CIIF, International Center for Financial Research.
- Hasan, I., T. Hasenpusch und H. Schmiedel (2007): Cross-Border Mergers and Alliances Between Exchanges - A Global Perspective. In S. Shojai (Hrsg.), World of Exchanges - Adapting to a New Environment, Euromoney Books, S. 27-41.
- Hüther, M. und M. Demary (2016): The Economic Effects of a Merger of Deutsche Börse and London Stock Exchange, Studie, Institut der Deutschen Wirtschaft, Köln.

- Joep, F., D. Schiereck und F. Zeidler (2010): Value Generation of Mergers and Acquisitions in the Technology, Media and Telecommunications Industry, *Journal of Telecommunication Management*, 2, S. 369-386.
- Kempf, A. (1999): Wertpapierliquidität und Wertpapierpreise, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Kolaric, S., D. Schiereck und N. Stolz (o.J.): The future of equity financing via stock exchanges: The case of AIM, Working Paper.
- Leupold, E. (2016): Erfahrungen mit dem Deutsche Börse Venture Network, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 69(10), S. 478-479.
- Machnig, M. (2016): Neue Impulse für mehr Wagniskapital, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 69(19), S. 474-475.
- Mausbach, C. und D. B. Simmert (2016): Wie geht es weiter mit dem Markt für Mittelstandsanleihen? – ein Blick in die Glaskugel, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 69(12), S. 591-593.
- Mietzner, M., J. Proelss und D. Schweizer (2016): Hidden Champions or Black Sheep? The Role of Underpricing in the German Mini-Bond Market, Working Paper, Zeppelin Universität Friedrichshafen.
- Pagano, M. und A. J. Padilla (2005): Gains from Stock Exchange Integration: The Euronext Evidence, CEPR Working Paper.
- Peters, B., M. J. Roberts und V. A. Vuong (2015): Dynamic R&D Choice and the Impact of the Firm's Financial Strength, ZEW Discussion Paper No. 15-083, Mannheim.
- Schefczyk, M. (2009): Risikokapital in Deutschland: Finanzierungslösungen durch Beteiligungsgesellschaften, Banken und Börsen, *Bankhistorisches Archiv*, 35(1), S. 43-59.
- Schiereck, D., S. Meinshausen und V. Karkew (2012): Werteffekte der Konsolidierung internationaler Börsenplatzbetreiber, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 65(6), S. 235-238.
- Schiereck, D. (1996): Die Ziele eines Anlegers bei der Wahl des Börsenplatzes, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 8, S. 185-196.
- Serifsoy, B. und M. Tyrell (2006): Investment Behavior of Stock Exchanges and the Rationale for Demutualization - Theory and Empirical Evidence. Wharton School Center for Financial Institutions Working Paper Nr. 17.
- Spremann, K. und P. Gantenbein (2005): Kapitalmärkte, Lucius & Lucius, Stuttgart.

Praxisorientierte Studien

Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi) (Hrsg.) (o. J.): Industrie 4.0 – Volks- und betriebswirtschaftliche Faktoren für den Standort Deutschland: Eine Studie im Rahmen der Begleitforschung zum Technologieprogramm AUTONOMIK für Industrie 4.0.

McKinsey & Company (Hrsg.) (2015): Industry 4.0 How to navigate digitization of the manufacturing sector.

PwC (Hrsg.) (2014): Industrie 4.0 – Chancen und Herausforderungen der vierten industriellen Revolution.